



31761115544249



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544249>



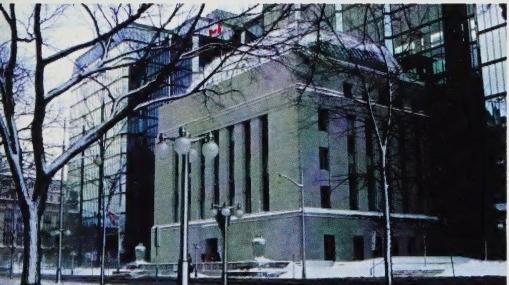
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CA1
FN 73
- M5C

(24)

Monetary Policy Report

January 2011



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

We must improve our competitiveness. Recovery after a recession demands that capital and labour be reallocated. The surge in business investment that began this past summer can only be the start.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
13 December 2010
Toronto, Ontario*

Contents

Overview	1
The Global Economy	3
Recent Developments	3
Economic Activity	15
Estimated Pressures on Capacity	19
Inflation and the 2 Per Cent Target	20
Canadian Financial Conditions	21
Exchange Rate	23
Outlook for the Global Economy	24
Aggregate Demand and Supply	24
The Projection for Inflation	28
Risks to the Outlook	31

Technical Boxes

Recent Developments in U.S. Monetary and Fiscal Policy: Implications for Canada	7
Inflation in China and the Risks to Global Economic Growth	8
The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance	17

Overview

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than the Bank had anticipated, although risks remain elevated. Private domestic demand in the United States has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. European growth has also been slightly stronger than anticipated. Ongoing challenges associated with sovereign and bank balance sheets will limit the pace of the European recovery and are a significant source of uncertainty to the global outlook. In response to overheating, some emerging markets have begun to implement more restrictive policy measures. Their effectiveness will influence the path of commodity prices, which have increased significantly since the October *Monetary Policy Report*, largely reflecting stronger global growth.

The recovery in Canada is proceeding broadly as anticipated, with a period of more modest growth and the beginning of the expected rebalancing of demand. The contribution of government spending is expected to wind down this year, consistent with announced fiscal plans. Stretched household balance sheets are expected to restrain the pace of consumption growth and residential investment. In contrast, business investment will likely continue to rebound strongly, owing to stimulative financial conditions and competitive imperatives. Net exports are projected to contribute more to growth going forward, supported by stronger U.S. activity and global demand for commodities. However, the cumulative effects of the persistent strength in the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance are restraining this recovery in net exports and contributing to a widening of Canada's current account deficit to a 20-year high.

Overall, the Bank projects the economy will expand by 2.4 per cent in 2011 and 2.8 per cent in 2012—a slightly firmer profile than had been anticipated in October. With a little more excess supply in the near term, the Bank continues to expect that the economy will return to full capacity by the end of 2012.

Underlying pressures affecting prices remain subdued, reflecting the considerable slack in the Canadian economy. Core inflation is projected to edge gradually up to 2 per cent by the end of 2012, as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. Total CPI inflation is being boosted temporarily by the effects of provincial indirect taxes, but is expected to converge to the 2 per cent target by the end of 2012.

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks to inflation remain elevated. There are two main upside risks to inflation, relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector.

This report includes data received up to 14 January 2011.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures in Canada.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt and financial stability issues in a number of countries will be required.

The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 18 January 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent, and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of significant excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

The Global Economy

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than anticipated in the October *Monetary Policy Report*. In the United States, private demand has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. Momentum in the emerging-market economies has been buoyed by solid increases in consumption and investment, as well as continuing strength in exports. Economic activity in the euro area has also been slightly stronger than expected.

Nonetheless, the global recovery continues to be affected by a number of significant challenges. The broad forces of household, bank and sovereign deleveraging will continue to restrain growth in many advanced economies. Ongoing balance-sheet repair and a weak labour market will dampen the recovery in U.S. household expenditures, while in some European countries, more aggressive fiscal consolidation and renewed concerns about bank balance sheets and the sustainability of public finances are also expected to constrain growth. In contrast, many emerging-market economies are contending with excess demand and rising inflationary pressures. Their efforts to contain these pressures are being complicated in some cases by a lack of exchange rate flexibility.

Recent Developments

Global economic growth continued at a steady pace during the second half of 2010 and has been somewhat stronger than expected at the time of the October *Report*. In the United States, despite weak labour market conditions, economic activity has gained some momentum, supported by a recovery in consumer and investment spending. Growth in Europe has also held up, in spite of heightened concerns about sovereign debt in several peripheral countries. Growth in Japan, in contrast, slowed sharply toward the end of 2010, following the unwinding of some fiscal support. The pace of economic activity in emerging-market economies also began to ease from high rates toward the end of 2010, reflecting the gradual withdrawal of fiscal and monetary stimulus. Nevertheless, these economies have accounted for the majority of global growth (**Chart 1**).

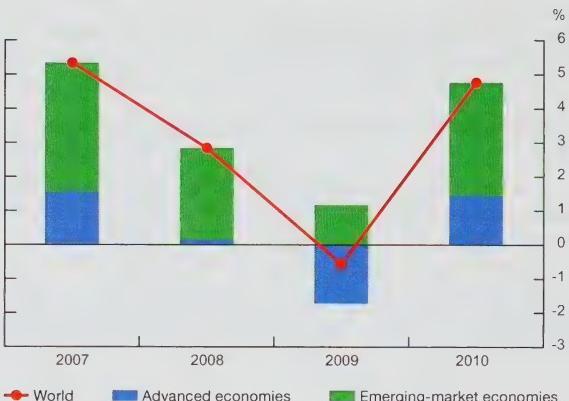
Owing to significant excess capacity, policy interest rates in the major advanced economies remain at or near historic lows (**Chart 2**), and underlying inflation pressures are subdued (**Chart 3**). In the United States, core consumer price inflation has reached record lows since the October *Report*. In contrast, inflation pressures in many emerging-market countries are rising in response to excess demand.

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace.

In the United States, despite weak labour market conditions, economic activity has gained some momentum.

Chart 1: Emerging-market economies continue to drive global economic growth

Contribution to global GDP growth, annual data

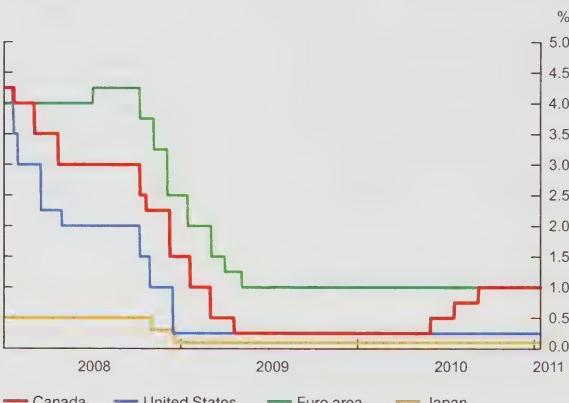


Note: Growth rates for 2010 are International Monetary Fund estimates.

Source: International Monetary Fund

Chart 2: Policy rates remain at historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

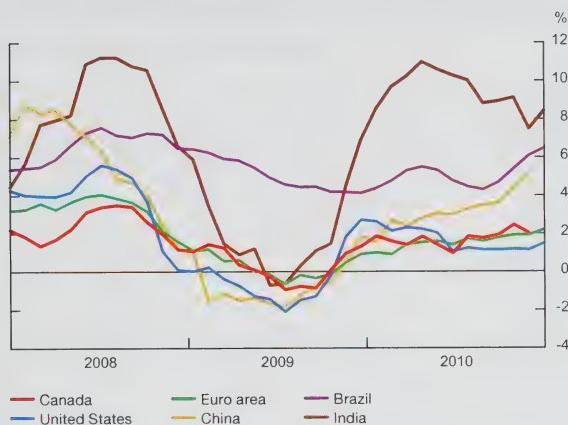
Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 14 January 2011

Real GDP in the United States grew at an annual rate of 2.6 per cent in the third quarter of 2010 and is estimated to have accelerated to 3.7 per cent in the fourth quarter, owing to a pickup in consumer spending and a large, but temporary, drop in oil imports. The strength in consumption in the fourth quarter was led by a surge in spending on durable goods, particularly on motor vehicles. Although the household savings rate has eased somewhat, it nevertheless remains at a level consistent with the rebuilding of household balance sheets over the medium term (**Chart 4**). Conditions in the U.S. labour market remain challenging, with only one in seven of the jobs lost during the recession recovered so far, and long-term unemployment remaining near postwar highs.

Chart 3: Inflation pressures remain subdued in the major advanced economies, but are building in many emerging-market countries

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data

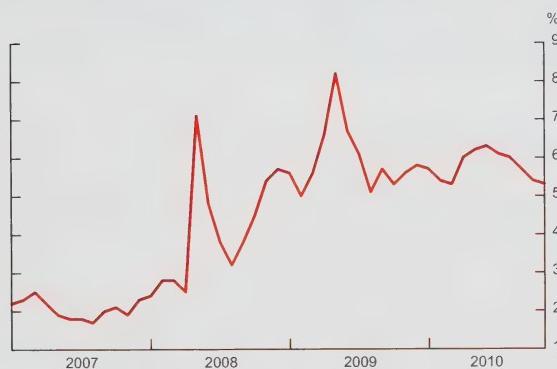


Note: Indian inflation data are represented by the wholesale price index.

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, the People's Bank of China, Brazilian Institute of Geography and Statistics, and Office of the Economic Adviser (India) Last observations: November and December 2010

Chart 4: The U.S. household savings rate remains at a level consistent with a gradual rebuilding of household wealth

Personal savings as a percentage of disposable personal income, monthly data



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: November 2010

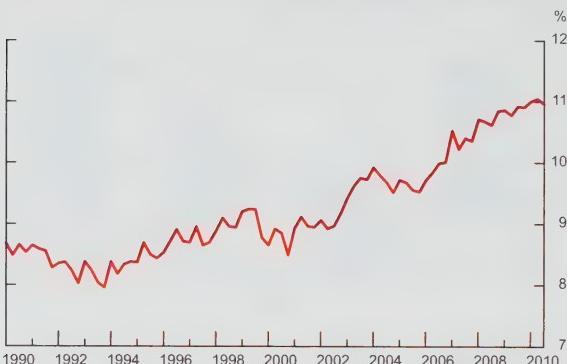
U.S. residential investment fell sharply in the second half of 2010, delaying the expected recovery of the housing sector. A high level of vacant housing units, the recent tightening in bank lending standards for mortgage loans and increases in mortgage interest rates continue to restrain residential investment (**Chart 5**). Delays in processing foreclosures related to procedural flaws are also likely to slow the adjustment of the housing market.

Although business investment in structures fell further in the third quarter, recent indicators suggest that the trough is close to being reached. In contrast, investment in equipment and software has recovered most of the ground lost through the recession as firms have sought to replace the capital that had depreciated and to improve competitiveness. The growth of exports

U.S. residential investment fell sharply in the second half of 2010.

Chart 5: A high level of vacant housing units in the United States continues to restrain residential investment

Year-round vacant housing units as a percentage of total units, quarterly data



Sources: U.S. Census Bureau and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q3

gathered significant momentum during the second half of 2010, supported by strong demand from emerging-market economies, the depreciation of the U.S. dollar over the past year and solid gains in productivity.

Toward year-end, in response to pronounced weakness in the U.S. labour market and record-low core inflation, U.S. policy-makers introduced additional stimulus measures (**Technical Box 1**). As expected at the time of the October *Report*, the Federal Reserve announced a second round of quantitative easing in November. In addition, the U.S. government passed legislation in December to provide significant further fiscal stimulus over the next two years.

In the euro area, real GDP rose by 1.4 per cent in the third quarter of 2010, and available indicators point to fairly robust growth in the fourth quarter, concentrated in the core countries, especially Germany. Growth in the peripheral economies was restrained, however, by fiscal tightening, increased concerns about sovereign debt and the banking sector, and a lack of competitiveness.

In Japan, data released since the October *Report* show that the recession was deeper and the rebound in 2010 was stronger, leaving the recent level of GDP slightly weaker than previously measured. Economic growth in 2010 benefited from both robust external demand and fiscal stimulus programs designed to promote consumption. Growth is estimated to have weakened significantly in the fourth quarter, however, reflecting the removal of certain fiscal incentives supporting household spending and the recent appreciation of the yen.

Real GDP in China grew by slightly less than 10 per cent over the second half of 2010 on a year-over-year basis. Domestic demand remained vigorous, supported by buoyant growth in investment spending and solid increases in consumption, while housing activity continued to rise, despite earlier attempts to cool the sector. In an effort to counteract rising inflationary pressures, the Chinese authorities have tightened monetary policy further, with a combination of interest rate increases and various administrative measures (**Technical Box 2**).

U.S. policy-makers introduced additional stimulus measures.

Recent Developments in U.S. Monetary and Fiscal Policy: Implications for Canada

A number of important fiscal and monetary policy measures have been announced in the United States since the release of the October *Monetary Policy Report*.

Following the 3 November meeting of the Federal Open Market Committee, the Federal Reserve announced that it intended to purchase US\$600 billion in U.S. Treasuries at a rate of about US\$75 billion per month.¹ This decision was widely expected and had already been incorporated in the Bank's October projection. Since other factors have influenced U.S. Treasury yields over the recent period, it is difficult to quantify the amount of additional easing that these actions are likely to provide (**Table 1-A**). All else being equal, the Bank estimates that downward pressure on the cost of credit to consumers and businesses, the upward pressure on asset prices, and the decline in the value of the U.S. dollar will raise U.S. GDP growth by 0.2 percentage points in 2011 and 0.1 percentage points in 2012.

In addition to the monetary policy easing announced in November, a new round of U.S. fiscal stimulus was passed into law on 17 December. The package provides approximately US\$850 billion of stimulus through a series of tax relief measures for households, an extension of unemployment benefits for the long-term unemployed and more favourable tax treatment for business investment. Also included in the package is a temporary two-year extension of the tax cuts introduced under President George W. Bush (commonly referred to as the "Bush tax cuts"). About half of this stimulus had been expected at the time of the October *Monetary Policy Report*. The package is expected to support U.S. consumer spending and to contribute significantly to U.S. GDP growth in the near term. The Bank estimates that the total effect will boost U.S. GDP growth by 0.8 percentage points in 2011 and 0.2 percentage points in 2012. Overall, the monetary and fiscal policy packages should contribute 1.0 percentage points to U.S. GDP growth in 2011 and 0.3 percentage points in 2012.

For Canada, the impact on growth from the Federal Reserve's Treasury purchases is expected to be somewhat positive, since the support from increased foreign activity and higher commodity prices should more than offset any dampening effects from a lower U.S. dollar. The U.S. fiscal stimulus package should also boost Canada's exports to the United States, although the impact will be attenuated by the package's focus on stimulating consumption.²

All else being equal, the Bank estimates that the two stimulus packages should add about 0.2 percentage points to Canada's GDP growth in 2011 and 0.1 percentage points in 2012.

Table 1-A: U.S. financial conditions overall have eased since the anticipation of further monetary policy easing was built into market expectations in late August

Changes	Current level ^a	Since FOMC meeting (3 November)	Since Jackson Hole speech (27 August) ^b	Since 31 July ^c
S&P 500 Index	1293.2	+8.0%	+21.5%	+17.4%
10-year U.S. Treasury yield	3.32%	+75 bps	+68 bps	+42 bps
U.S. investment-grade corporate bond spread	163 bps	-15 bps	-28 bps	-25 bps
U.S.-dollar trade-weighted index ^d	99.73	+1.7%	-3.4%	-2.5%
U.S. break-even inflation rate (10-year)	2.35%	+19 bps	+72 bps	+58 bps

a. As of the close on 14 January 2011, with the exception of the U.S.-dollar trade-weighted index, which is as of 7 January 2011

b. The weights in the U.S.-dollar trade-weighted index are recalculated annually to reflect U.S. trade figures.

c. Speech by Federal Reserve Chairman Bernanke outlining the possibility of additional monetary policy easing

d. "Undisturbed" level

Sources: Bloomberg, U.S. Federal Reserve and Bank of America Merrill Lynch

¹ The pace and eventual total amount of asset purchases could be modified, depending on economic developments. The Federal Reserve intends to continue to reinvest principal payments from agency debt and agency mortgage-backed securities into longer-term Treasury securities. Taken together, these measures are expected to lead to purchases in the range of US\$850 billion to US\$900 billion of long-term Treasury securities through to the end of the second quarter of 2011.

² Canadian exports are concentrated in non-energy commodities and capital goods. As a result, they are more sensitive to changes in U.S. investment spending than in consumption spending.

Inflation in China and the Risks to Global Economic Growth

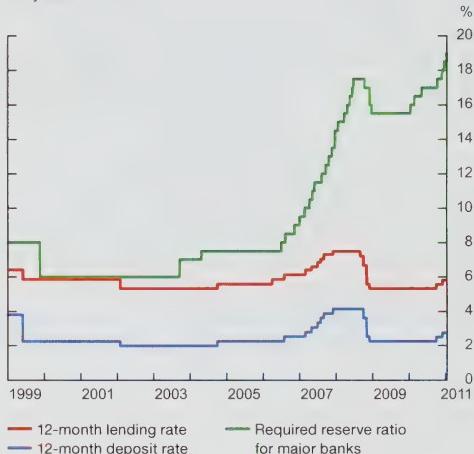
Strong growth in China has played an important role in the global economic recovery. For Canada in particular, the robust economic activity in China has been a source of rising demand for Canadian exports, as well as a support to commodity prices. Recent data suggest, however, that the Chinese economy may be at risk of overheating. Stronger-than-expected growth and inflationary pressures in China present both a near-term upside risk to the outlook for global economic growth and commodity prices and a downside risk further out.

Recent indicators suggest that inflationary pressures in China have been rising sharply. Consumer price inflation has been increasing steadily in recent months, with total CPI reaching a 28-month high of 5.1 per cent in November. While increases in food prices of more than 11 per cent account for much of the rise, non-food-related inflation has also been trending upwards.¹ Producer prices and wages have been increasing strongly, while the broad money supply (M2) and overall lending have risen sharply over the past two years, as have real estate activity and property prices.² As a result, higher inflation expectations have become more firmly entrenched.³

China's inflation-control methods are heavily influenced by its exchange rate policy. Maintaining a quasi-fixed exchange rate requires China's central bank to buy the excess U.S. dollars that China earns from its foreign transactions and issue yuan in exchange. To offset the concomitant rise in the volume of yuan in circulation, the authorities generally engage in a variety of sterilization operations. Since higher interest rates would further compound the upward pressure on the currency, as well as increasing the fiscal costs of sterilization, Chinese authorities have relied on higher reserve requirements for banks, the issuance of sterilization bonds, and other administrative measures to contain

Chart 2-A: Required reserve ratios are China's main monetary policy tool

Daily data



Source: People's Bank of China

Last observation: January 2011

credit growth and inflation pressures (**Chart 2-A**). These instruments have not been completely effective at controlling inflation. Moreover, they have inflicted rising costs on the financial sector, since private banks have been forced to place a large share of their assets (about one-quarter in the third quarter of 2010) with the central bank rather than with private borrowers.

The Bank's base-case projection assumes that the Chinese authorities will be able to achieve a "soft landing," with a modest slowdown in growth and a gradual reduction in inflation to its 4 per cent target. However, there is a risk that efforts by the authorities could prove insufficient. As a result, economic growth and inflation in China would remain stronger for a longer period than is currently anticipated, necessitating more aggressive policy actions over the medium term. This could eventually lead to a much sharper correction in China's growth and inflation.

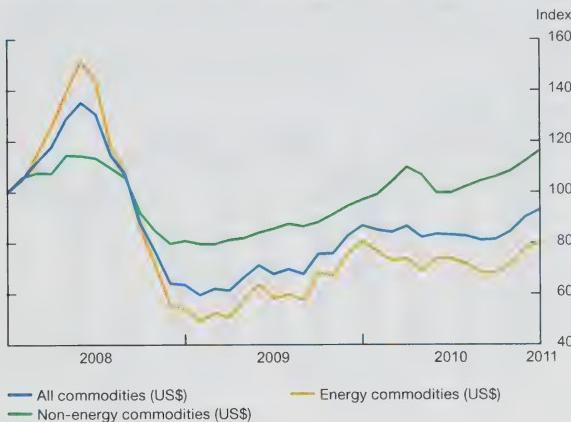
¹ The inflation data on non-food items may understate actual inflation, however, since the CPI basket puts a low weight on shelter costs, which appear to be rising faster than the reported non-food-related rate of inflation.

² The Second-Hand Apartment Price Index, a population-weighted index based on data for 17 cities, shows that existing apartment prices have increased by about 60 per cent since July 2009. The index is constructed by the Canadian embassy in China, with data from Soufun real estate broker.

³ The People's Bank of China, in its 2010 fourth-quarter survey of 20,000 households in 50 cities, found that more than 60 per cent of respondents expected prices to increase in the next quarter, up from 43 per cent in the previous quarter.

Chart 6: Global commodity prices have risen since the October Report

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Note: Values in January 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 14 January 2011.
Source: Bank of Canada

Last observation: January 2011

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased by 14 per cent since the October Report (**Chart 6**), primarily reflecting solid demand, especially from Asia. In addition, there may have been some impact from financial flows into commodities. Natural gas prices rose by 26 per cent in response to seasonal factors but, owing to ample supply, remained well below their average level of recent years. Oil prices have increased by about 12 per cent, driven by stronger global demand for crude oil and declining inventories, while non-energy commodity prices have risen by close to 11 per cent since the October Report, reflecting solid gains in most components.

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased by 14 per cent since the October Report.

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets remain generally accommodative, despite heightened concerns over fiscal challenges and vulnerable banking sectors in some European countries.

Government bond yields in the major advanced economies have increased since the October Report (**Chart 7**), but nevertheless remain low by historical standards. The rise in yields appears to largely reflect upward revisions to expectations for global economic growth following the release of positive economic data and, in the case of the United States, additional fiscal stimulus.

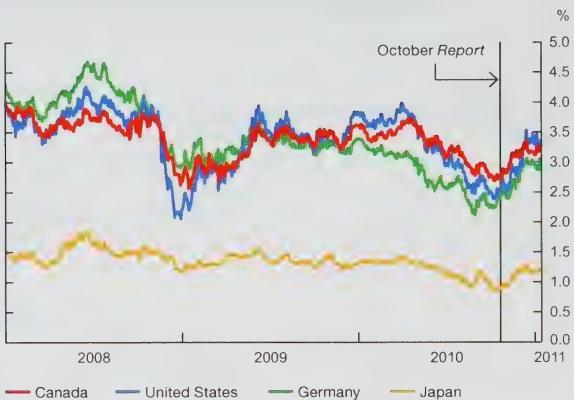
The rise in yields appears to largely reflect upward revisions to expectations for global economic growth.

In late October and November, investors became increasingly worried about public finances in the peripheral countries of Europe and, in some cases, the budgetary impact of stresses in the banking sector. Credit spreads for the most affected sovereigns widened sharply (**Chart 8**), and the turbulence affected several euro-area countries. In response, European policy-makers announced various measures to safeguard financial stability, including a stabilization package for Ireland and more aggressive fiscal consolidation measures in several countries. The European Central Bank also increased the size of its exceptional liquidity support to euro-area banks and purchases of sovereign bonds in the secondary market. Financial market developments since then suggest that additional measures may be required.

European policy-makers announced various measures to safeguard financial stability.

Chart 7: Yields on government bonds in major advanced economies have increased since the October Report

Yields on 10-year government bonds

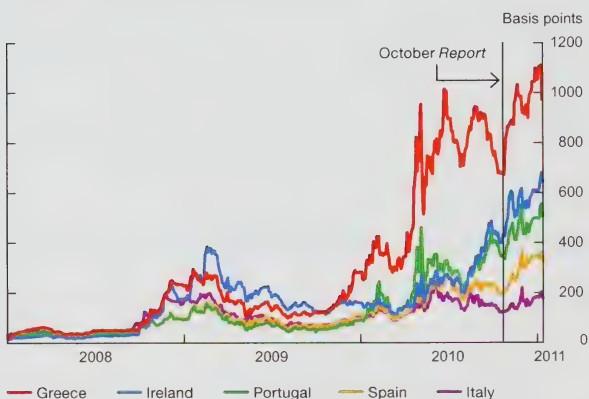


Source: Bloomberg

Last observation: 14 January 2011

Chart 8: Credit spreads for some European countries have continued to rise since the October Report

Spreads on 5-year sovereign credit default swaps



Source: Markit

Last observation: 14 January 2011

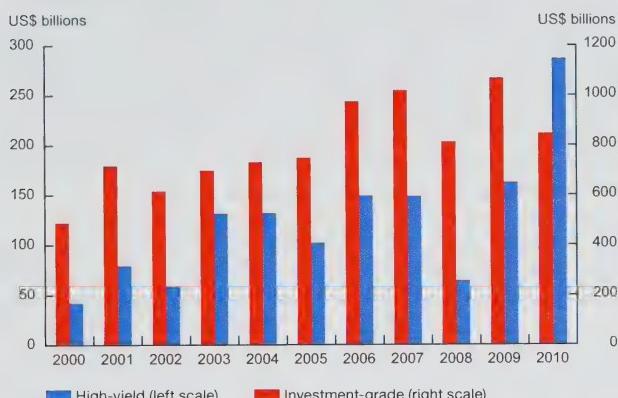
Notwithstanding these stresses, most global equity and corporate bond markets have continued to perform strongly since the *October Report*, owing to solid corporate earnings and revenues and generally better-than-expected economic data. Global corporate bond markets continue to see robust issuance and lower spreads, particularly on riskier securities such as high-yield corporate debt, reflecting strong investor demand and increasing risk appetite (**Chart 9**).

In response to better fundamentals and growing investor interest, the currencies of several emerging-market countries have come under continued upward pressure against the U.S. dollar. Although authorities in these countries have reduced the frequency and scale of their foreign exchange interventions since October, several have imposed capital controls and other administrative measures. These policy interventions risk inhibiting the process of real exchange rate adjustment required to correct global imbalances and sustain the recovery.

The currencies of several emerging-market countries have come under continued upward pressure.

Chart 9: Corporate bond issuance has been robust, particularly by high-yield issuers

Global corporate issuance placed in U.S. dollars



Source: Bloomberg

Last observation: 31 December 2010

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is projected to continue at a solid pace over 2011–12 (**Table 1**) as private domestic demand becomes more firmly entrenched. Global growth is expected to be somewhat stronger over the 2011–12 period than was anticipated in the October Report. Although the effects of the debt crisis in peripheral Europe are expected to restrain global economic growth over the projection horizon, these effects are more than offset in 2011 by the impact of stronger momentum in the United States and emerging-market economies.

Real GDP in the United States is projected to rise by 3.3 per cent on an average annual basis in 2011 and by 3.2 per cent in 2012. U.S. growth is expected to be stronger in 2011 than anticipated in the October Report, owing to the new fiscal stimulus program, combined with a more rapid recovery in consumer spending (**Chart 10**).

The global economic recovery is projected to continue at a solid pace over 2011–12.

U.S. growth is expected to be stronger in 2011 than anticipated.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	20	2.9 (2.7)	3.3 (2.3)	3.2 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (1.1)	1.5 (1.7)
Japan ^c	6	4.3 (2.9)	1.4 (1.3)	2.1 (2.3)
China	13	10.4 (10.3)	9.3 (9.0)	8.8 (8.9)
Rest of the world	46	5.7 (5.2)	4.0 (3.6)	3.8 (3.5)
World	100	5.0 (4.7)	4.0 (3.5)	3.9 (3.8)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2010 *Monetary Policy Report*.

c. Real GDP growth in Japan in 2010 was higher than was expected in the October Report, reflecting historical revisions to the national accounts data and stronger-than-projected growth in the third quarter.

Source: Bank of Canada

Growth in U.S. household spending is projected to be supported through 2012 by a measured improvement in the pace of job creation. This is against a backdrop of exceptionally weak labour market conditions at present and a long-term unemployment rate that has reached historic highs. As well, in 2011, the new fiscal measures should provide an additional impetus to household spending through tax reductions that boost disposable income. However, U.S. state and local governments are expected to limit spending and raise taxes to address large budget gaps, partially counteracting the federal government's fiscal stimulus. Consumption will also continue to be affected by the need to repair household balance sheets and by developments in the housing sector, where a large excess supply of unsold houses is projected to have a persistent restraining effect on prices.

U.S. business investment in equipment and software is expected to strengthen further in response to low financing costs, improved bank lending terms and a more positive growth outlook. However, high vacancy rates in the commercial and retail sectors, combined with tighter credit terms for firms in these sectors, should continue to dampen growth in investment in structures.

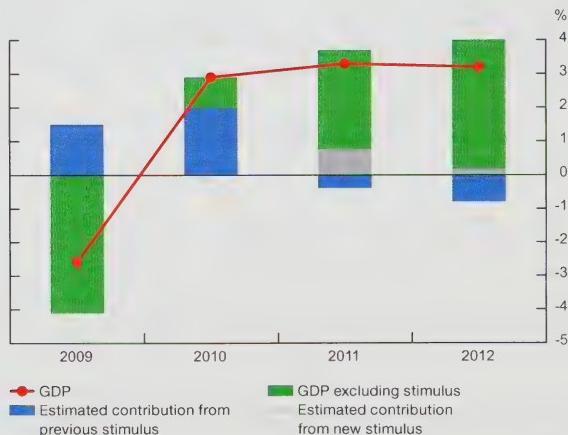
Net exports are expected to make an increasingly positive contribution to growth over the projection horizon, aided by a further depreciation of the U.S.-dollar real effective exchange rate and firming external demand for U.S. goods and services.

In the euro area, a modest recovery is projected through 2012. Nevertheless, the region faces considerable risks and challenges. Recent indicators suggest that growth in early 2011 will be somewhat firmer than anticipated in the October Report, especially in the core European economies. Economic activity is expected to be somewhat weaker thereafter, reflecting fiscal austerity measures and financial pressures arising from continuing concerns about the sustainability of peripheral-country debt. Growth prospects in heavily indebted peripheral economies are much weaker and more uncertain than those of the core economies. Despite ambitious deficit-cutting plans, the peripheral countries will continue to be vulnerable to shifts in market sentiment because of their

In the euro area, a modest recovery is projected through 2012. Nevertheless, the region faces considerable risks and challenges.

Chart 10: Fiscal stimulus is supporting U.S. growth

Annual data



Note: Previous stimulus refers to the government stimulus enacted in early 2009 in response to the crisis, while new stimulus refers to the most recent package. The contribution of the stimulus to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.

Sources: Bank of Canada and U.S. Bureau of Economic Analysis

substantial debt-refinancing requirements and relatively weak financial systems. Moreover, they will remain heavily dependent on the resilience in the core economies, given the large intra-region concentration of their exports.

Economic growth in Japan is projected to slow over 2011–12 in response to the unwinding of fiscal stimulus and the earlier appreciation of the yen. Growth nevertheless remains somewhat above that of potential output, reflecting a gradual broadening of the recovery. An improvement in labour market conditions is expected to provide some support to domestic demand. However, exports are projected to be an important driver of growth through 2012.

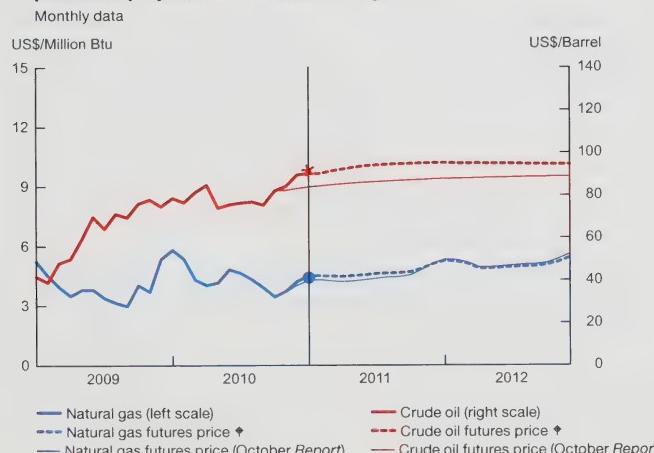
In China, a gradual rotation of demand toward consumption and away from investment and exports is expected to occur over the projection horizon, facilitated by a modest appreciation of China's real effective exchange rate. Growth in China is projected to be somewhat higher in 2011 than was anticipated in the *October Report*, driven by stronger momentum in domestic demand. However, growth in 2012 is expected to be slightly weaker than anticipated, owing to the restraining effects of tighter monetary and credit measures.

Real GDP growth is projected to slow slightly in other emerging-market economies. A removal of the fiscal stimulus introduced during the recession and a tightening in monetary policy in reaction to growing inflationary pressures are expected to moderate the growth of domestic demand. Moreover, a modest appreciation of real exchange rates in these economies is projected to constrain the growth of their net exports.

The Bank's commodity price index is expected to increase over the projection horizon, supported by the global economic recovery. Following recent sharp increases, prices for non-energy commodities are expected to remain relatively steady over the projection horizon as growing demand is largely offset by increases in supply. The latest futures curves suggest that oil prices will average US\$95 in 2012, and that natural gas prices will continue to rise as the excess supply is drawn down (**Chart 11**).

Growth in China is projected to be somewhat higher in 2011 than was anticipated, driven by stronger momentum in domestic demand.

Chart 11: Oil prices are expected to remain roughly unchanged, but natural gas prices are projected to increase through 2012



* Spot price for crude oil (14 January 2011)

• Spot price for natural gas (14 January 2011)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in January 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 14 January 2011.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

The Canadian economy is now in a period of more modest growth, following the strong recovery experienced in late 2009 and early 2010. As in the October *Report*, the Bank projects a moderate pace of overall expansion, with accommodative financial conditions continuing to provide support as fiscal stimulus unwinds. Demand in Canada is expected to rely relatively less on household and government expenditures and more on business investment and net exports. The projected increase in the contribution to growth from net exports is supported by the improved near-term outlook for U.S. and global economic growth. However, the cumulative effects of Canada's poor relative productivity performance and the persistent strength in the Canadian dollar have eroded Canada's competitiveness and are restraining the recovery in net exports.

As projected in the October *Report*, growth is expected to absorb the considerable slack in the economy by the end of 2012. In this context, total and core inflation are projected to gradually return to 2 per cent over that horizon.

The Bank projects a moderate pace of overall expansion, with accommodative financial conditions continuing to provide support as fiscal stimulus unwinds.

Recent Developments

Economic Activity

Real GDP growth in Canada slowed to 1.0 per cent (at an annual rate) in the third quarter. This was a slightly weaker result than had been expected in the October *Report* (**Chart 12**), as strength in domestic demand in the third quarter was largely offset by a further deterioration in net exports.

Consumer spending continued to grow robustly in the third quarter, while housing investment remained at a high level, despite the passing of several transitory supports to activity. The strength in consumer spending was in line with the growth of personal disposable income through the second and third quarters, leaving the savings rate near its historical low.

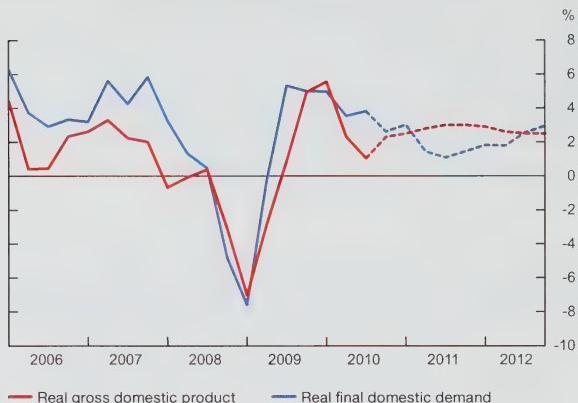
Consumer spending continued to grow robustly, while housing investment remained at a high level.

Business investment continued to grow vigorously in the third quarter. Despite the strong increase in business investment since the end of 2009, however, less than half of the unusually large decline that occurred during the recession has been recovered (**Chart 13**).

Net exports exerted a more significant than expected drag on growth in the third quarter, as exports declined despite the further recovery in foreign activity and imports continued to be boosted by strong domestic demand. Poor relative productivity and the persistent strength in the Canadian dollar have accounted for continued weakness in net exports (**Technical Box 3**). However, the softness in exports in the third quarter was also attributable to such temporary factors as the idling of oil pipelines.

Chart 12: While growth in real final domestic demand remained robust in 2010Q3, growth in real GDP slowed significantly

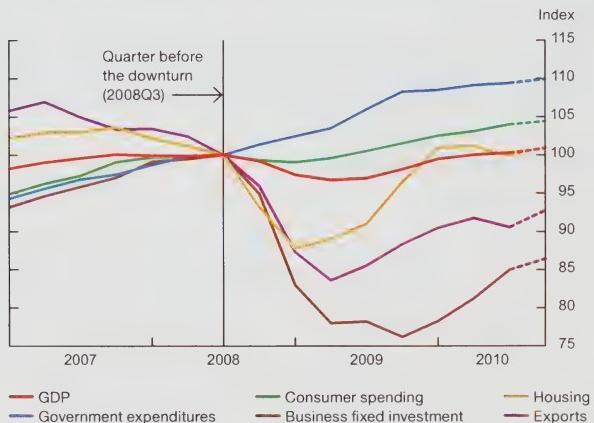
Quarterly growth at annual rates



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 13: Business investment and exports remain well below their pre-recession levels

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2010Q4 are Bank of Canada estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

The Bank estimates that economic growth picked up to 2.3 per cent in the fourth quarter, reflecting a rebound in net exports and a deceleration in household expenditures and business investment from their recent rapid pace of growth. Following large contributions in previous quarters, inventories likely subtracted from GDP growth in the fourth quarter, consistent with stabilizing the trend in the stock-to-sales ratio.

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance

Canada's current account balance has declined substantially in recent years, reaching a deficit of 4.3 per cent of GDP in the third quarter, the largest such shortfall in 20 years (**Chart 3-A**). This decline reflects strong domestic demand, as well as a deterioration in the competitiveness of Canadian producers relative to that of foreign producers, which is demonstrated by higher import penetration into Canada and declining market share among Canadian exporters abroad (**Chart 3-B**). The decline in Canadian exporters' share of the U.S. market, by far Canada's largest export market, is evident across a wide range of goods, including machinery and equipment, consumer goods, and non-energy commodities (**Chart 3-C**).

Over the past several years, Canada's competitiveness has declined with the sharp rise in the labour

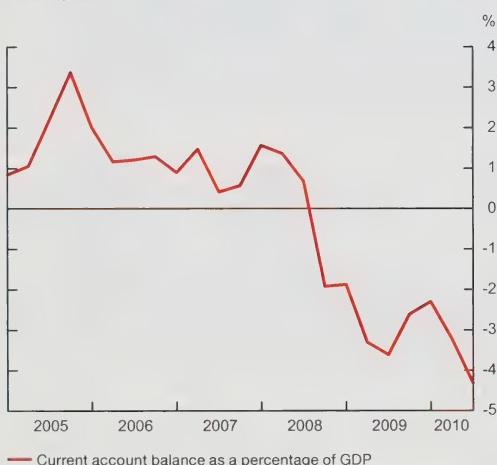
cost of producing a unit of output in Canada compared with other countries, adjusted for exchange rate movements.¹ The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) calculates that the Canadian real effective exchange rate measure incorporating unit labour costs has appreciated by about 17 per cent since the beginning of

(continued)

¹ It has been shown that measures of competitiveness that are computed using labour costs explain movements in Canadian net exports and real output significantly better than those based on consumer price indexes (see R. Lafrance, P. Osakwe, and P. St-Amant, "Evaluating Alternative Measures of the Real Effective Exchange Rate," Bank of Canada Working Paper No. 98-20). In addition, the choice of a country-weighting scheme does not, in general, significantly affect Canada's competitiveness measures.

Chart 3-A: Canada's current account balance has declined substantially in recent years

Quarterly data



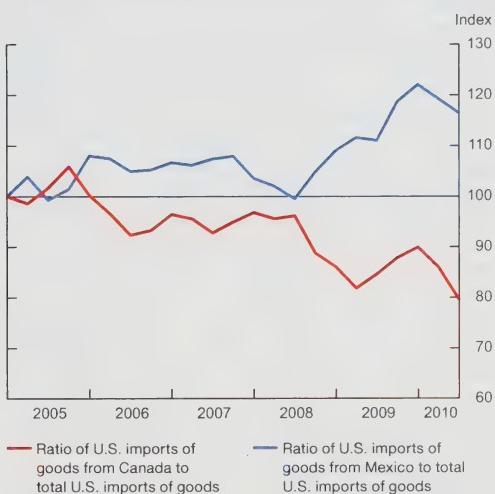
— Current account balance as a percentage of GDP

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q3

Chart 3-B: Canadian producers have lost market share

Index: 2005Q1 = 100, quarterly data



— Ratio of U.S. imports of goods from Canada to total U.S. imports of goods

— Ratio of U.S. imports of goods from Mexico to total U.S. imports of goods

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of the Census and Bank of Canada calculations (includes seasonal adjustments)

Last observation: 2010Q3

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance

2005.² The bilateral Canada-U.S. measure shows a 31 per cent increase in relative Canadian unit labour costs over the same period (**Chart 3-D**).

Relative unit labour costs can be broken down into three components: the nominal exchange rate, relative hourly compensation and relative labour productivity. Since the beginning of 2005, the sizable appreciation of the Canadian dollar explains about two-thirds of the increase in unit labour costs in Canada vis-à-vis the United States. Wage growth in the two countries has been broadly similar over the period, leaving Canada's productivity underperformance to account for the remaining deterioration in this

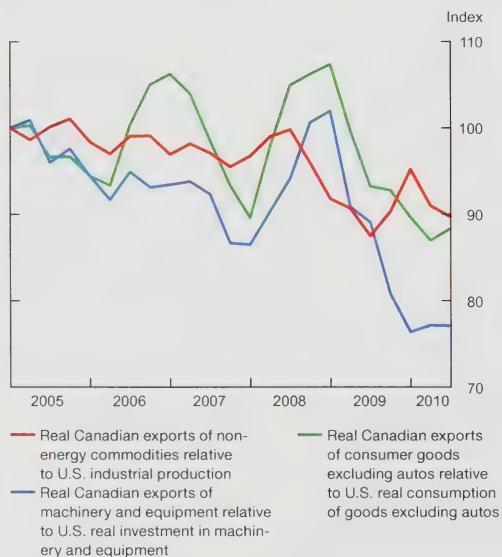
measure of competitiveness: labour productivity in Canada has grown at an average annual rate of just 0.5 per cent since the first quarter of 2005, compared with 2.1 per cent in the United States.

The divergence in productivity growth between Canada and the United States has become even more pronounced in recent years, as has the deterioration in the market share of Canadian producers. This underlines the risk that a combination of disappointing productivity performance and persistent strength in the Canadian dollar could dampen the expected recovery of net exports.

² The OECD measure of the real effective exchange rate is based on unit labour costs in the manufacturing sectors of 42 countries, thus capturing competitiveness relative to a broad range of direct and indirect competitors.

Chart 3-C: The loss of U.S. market share among Canadian exporters has been notable across a range of goods

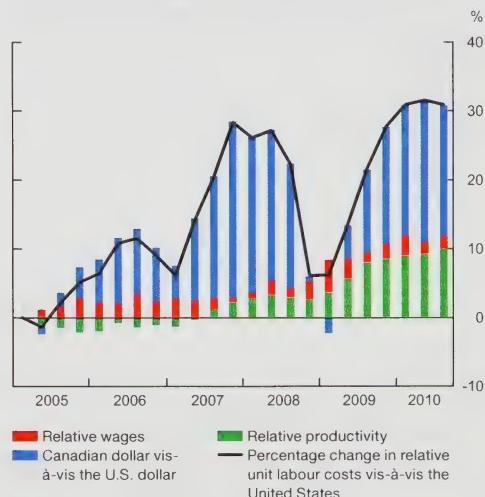
Index: 2005Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations Last observation: 2010Q3

Chart 3-D: Canada's loss of competitiveness reflects the strong Canadian dollar and poor relative productivity performance

Contribution of various factors to the change in Canada's relative unit labour costs vis-à-vis those in the United States, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations Last observation: 2010Q3

Estimated Pressures on Capacity

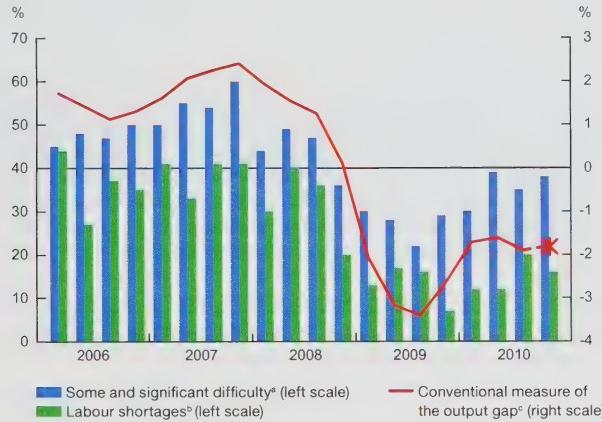
Various indicators of capacity suggest that considerable slack remains in the Canadian economy.

The Bank's conventional measure of the output gap indicates that excess capacity in the economy was relatively stable in the fourth quarter, at about -1.8 per cent (**Chart 14**). The Bank's winter *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals) reported that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand remains below its historical average, as does the proportion of firms facing labour shortages. The still-elevated unemployment rate and the weakness in average weekly hours worked also point to the persistence of slack in the labour market (**Chart 15**).

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2010, a slightly greater degree of slack than the Bank had projected in October.

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2010.

Chart 14: Excess supply in the Canadian economy remains significant



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.

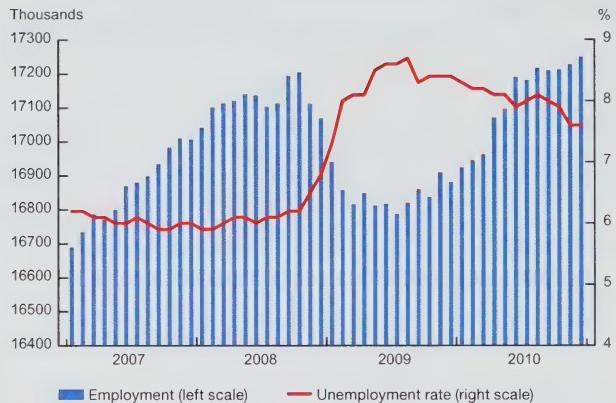
c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2010 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 2.3 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q4

Chart 15: Despite growth in employment, the unemployment rate remains elevated

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: December 2010

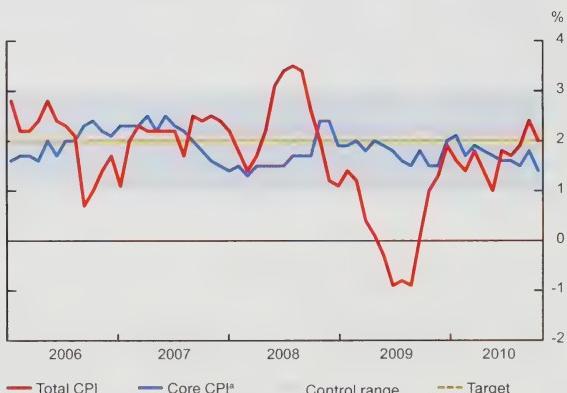
Inflation and the 2 Per Cent Target

Core inflation has remained below 2 per cent in recent months, consistent with considerable excess supply in the economy.

Core inflation has remained below 2 per cent in recent months (**Chart 16**), consistent with considerable excess supply in the economy, as well as the moderation in the growth of unit labour costs (**Chart 17**). There is some evidence that HST-related tax refunds to businesses may also have been passed through, dampening core inflation in line with the Bank's expectations. The 1.6 per cent average rate for core inflation in October and November was consistent with the Bank's projection at the time of the October Report.

Chart 16: Core inflation remains subdued, while total CPI inflation is slightly above target owing mainly to temporary factors

Year-over-year percentage change, monthly data



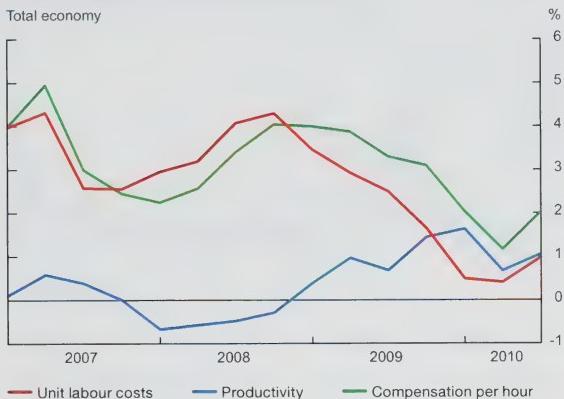
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: November 2010

Chart 17: The growth of unit labour costs has been moderate since the beginning of 2010

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q3

Total CPI inflation has risen in recent quarters, mainly reflecting the impact of the HST and other changes in provincial indirect taxes that took effect in July, as well as higher energy prices. Total CPI inflation in October and November averaged 2.2 per cent, slightly above the Bank's expectations in the *October Report*.

Recent survey measures continue to indicate that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target. As reported in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, 91 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent control range. The January Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 2.2 per cent in 2011 and 2.1 per cent in 2012. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Recent survey measures continue to indicate that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target.

Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative, providing important ongoing support to the economic recovery.

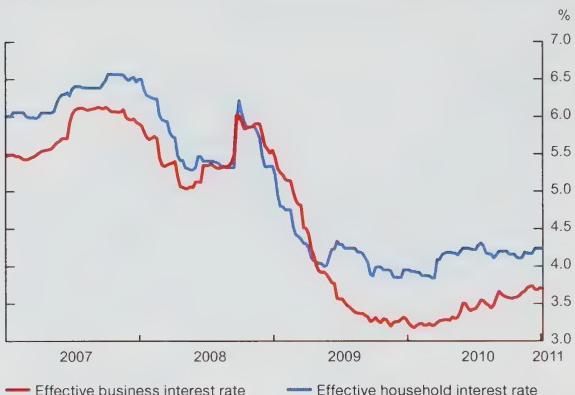
Effective borrowing costs for households remain very low by historical standards, consistent with the low level of bank funding costs (**Chart 18**). Nonetheless, borrowing costs have risen over the past year, including a marginal increase in the period since the *October Report* that reflects higher yields on Canadian government bonds, in line with global developments. In this context, the growth of household credit has eased modestly relative to the rapid pace seen earlier in 2010 (**Chart 19**).

In recent months, access to financing has continued to improve for Canadian firms.

Effective borrowing costs for Canadian businesses have also stayed very low despite some increase in 2010. As well, in recent months, access to financing has continued to improve for Canadian firms, according to both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals) and the *Business Outlook Survey* (**Chart 20**). The *Senior Loan Officer Survey* suggests that heightened competition among lenders and more favourable economic conditions have driven an overall easing in lending conditions, which has increasingly spread to smaller businesses. The improved global economic outlook and the still-low level of government bond yields have underpinned strong investor demand for

Chart 18: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



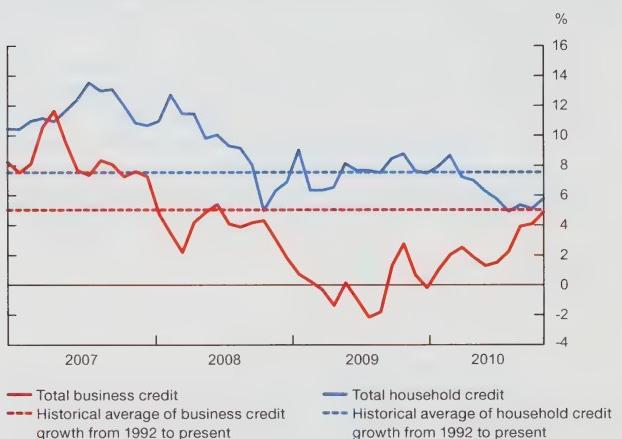
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 14 January 2011

Chart 19: The growth rate of business credit is picking up, while the expansion of household credit has eased slightly

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: November 2010

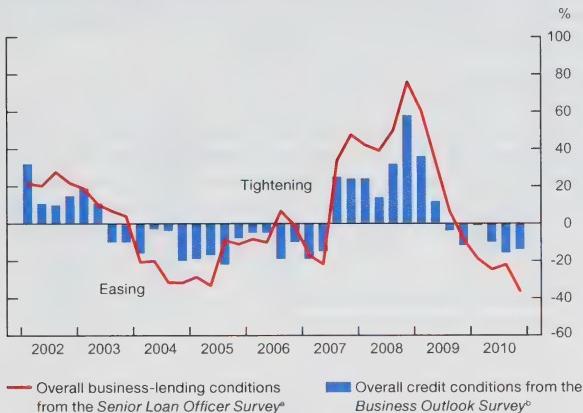
Favourable financing conditions have contributed to the observed pickup in the overall growth of business credit.

corporate bonds and equities, reflected in the persistence of narrow credit spreads despite elevated corporate bond issuance and further recovery in the S&P/TSX Composite Index. Favourable financing conditions, as well as the ongoing recovery in business investment and increased activity in mergers and acquisitions, have contributed to the observed pickup in the overall growth of business credit (**Chart 19**).

Growth in the narrow monetary aggregates has continued to slow in recent months from the unusually rapid pace set earlier in 2010, consistent with reduced liquidity preference among households and firms. Growth in the broader M2++ aggregate remains below its historical average, suggesting subdued inflation pressures ahead.

Chart 20: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2010Q4

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

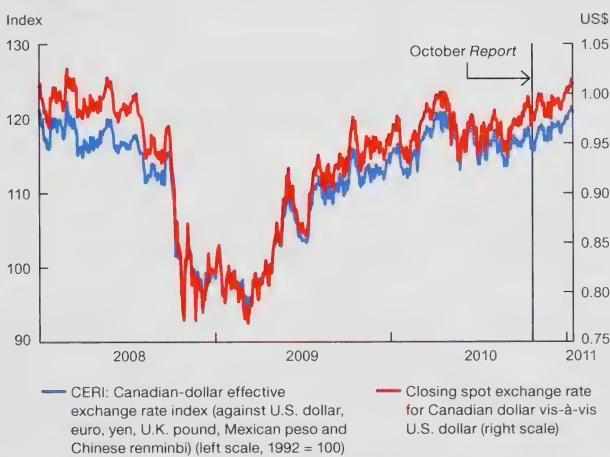
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q4

Chart 21: The Canadian dollar has appreciated since the October Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 14 January 2011

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. since the December fixed announcement date, compared with the 98 cents assumed in the October Report (Chart 21). It appreciated relative to other currencies, with the Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) rising by about 4 per cent since the October Report.

The Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. since the December fixed announcement date.

Outlook for the Canadian Economy

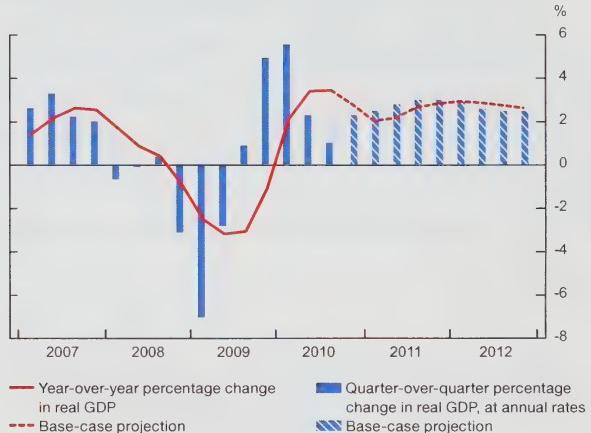
The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 100 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; relatively steady prices for non-energy commodities; and supportive global credit conditions.

Aggregate Demand and Supply

The Bank continues to expect moderate economic growth through 2011 and 2012.

The Bank continues to expect moderate economic growth through 2011 and 2012 (**Chart 22**). As the expansion progresses, demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures (**Table 2** and **Chart 23**). On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.4 per cent

Chart 22: Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

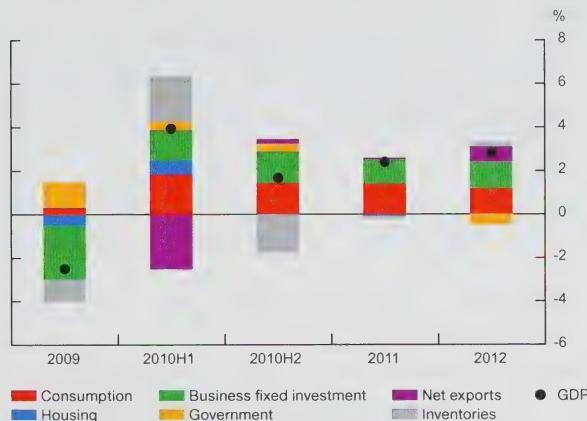
Table 2: Contributions to average annual real GDP growth
Percentage points^a

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.2 (0.2)	1.9 (1.9)	1.4 (1.2)	1.2 (1.2)
Housing	-0.6 (-0.6)	0.7 (0.6)	-0.1 (-0.2)	0.0 (0.1)
Government	1.2 (1.2)	1.0 (1.1)	0.0 (0.0)	-0.5 (-0.4)
Business fixed investment	-2.6 (-2.6)	0.6 (0.3)	1.1 (0.9)	1.2 (1.1)
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	-1.8 (-1.8)	4.2 (3.9)	2.4 (1.9)	1.9 (2.0)
Exports	-4.7 (-4.7)	1.9 (2.3)	1.8 (1.5)	1.9 (1.6)
Imports	4.9 (4.9)	-4.2 (-4.2)	-1.7 (-1.2)	-1.2 (-1.1)
<i>Subtotal: Net exports</i>	0.2 (0.2)	-2.3 (-1.9)	0.1 (0.3)	0.7 (0.5)
Inventories	-0.9 (-0.9)	1.0 (1.0)	-0.1 (0.1)	0.2 (0.1)
GDP	-2.5 (-2.5)	2.9 (3.0)	2.4 (2.3)	2.8 (2.6)
Memo items:				
Potential output	1.2 (1.2)	1.6 (1.6)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)
Real gross domestic income (GDI)	-5.8 (-5.8)	4.8 (5.0)	3.4 (2.9)	3.2 (2.9)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2010 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2010 Report.

Chart 23: Demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures

Contributions to real GDP growth
Percentage points



Note: Contributions for 2010H1 and 2010H2 are proxied by the average quarterly contributions.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

in 2011 and 2.8 per cent in 2012, a slightly stronger growth profile than had been anticipated at the time of the *October Report*. More robust growth in business investment, as well as heightened near-term momentum in household expenditures and U.S. and global demand, account for the modestly improved outlook. Nonetheless, weaker growth in the second half of 2010 implies somewhat greater excess capacity in the near term. Thus, the Bank continues to expect the economy to return to full capacity only by the end of 2012.

Growth in consumer spending is expected to evolve broadly in line with that of personal disposable income over the projection horizon. The government's recently announced mortgage insurance measures will contribute to a more balanced path for household expenditures.

As in the *October Report*, growth in disposable income is expected to moderate from its recent trend as a result of the withdrawal of fiscal stimulus, announced compensation restraints by governments and a slow recovery in average hours worked. With Canadian household balance sheets becoming increasingly stretched and consumption unlikely to be bolstered by gains in house prices, growth in household spending is expected to moderate in line with income growth. This means that the savings rate is projected to remain near historic lows and household debt near historic highs (**Chart 24**). These factors, taken together with reduced affordability, point to a weakening in residential investment over the projection horizon. The Bank expects the share of the economy accounted for by residential investment, and by household expenditures more broadly, to decline gradually but remain well above historical averages (**Chart 25**).

The Bank's base-case scenario, which takes into account the federal government's recent announcement that stimulus measures will be extended through October, continues to assume that the contribution of government spending to real GDP growth will turn negative over the projection horizon.

The savings rate is projected to remain near historic lows and household debt near historic highs.

Chart 24: The Canadian personal savings rate is projected to remain near historic lows

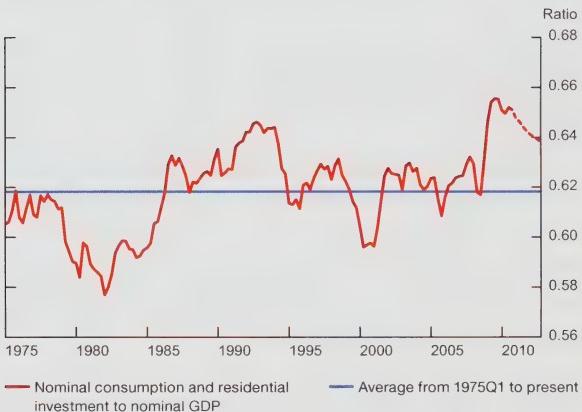
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 25: The share of household expenditures in GDP is expected to decline somewhat from elevated levels

Quarterly data



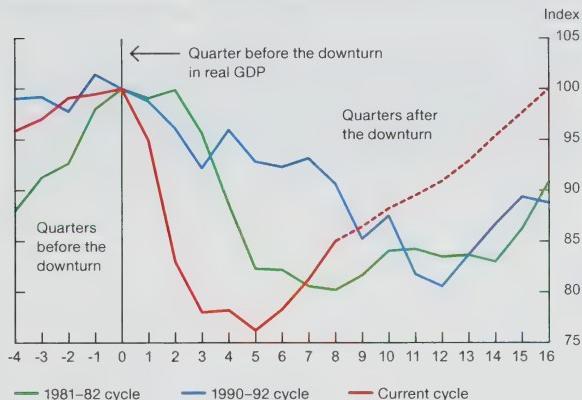
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The rapid increase in business investment is expected to continue over the projection horizon.

The rapid increase in business investment is expected to continue over the projection horizon as the unusually sharp decline experienced during the recession is unwound (**Chart 26**). This reflects the solid financial positions of Canadian firms (**Chart 27**), favourable credit conditions, higher commodity prices, the stronger Canadian dollar, and the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive as the global economy recovers. The Bank's *Business Outlook Survey* has also indicated a consistently high level of investment intentions in recent quarters. Reflecting all of these factors, the Bank expects a somewhat more robust recovery in capital spending than previously projected.

Chart 26: The projected recovery in Canadian business fixed investment underpins the expected pickup in productivity

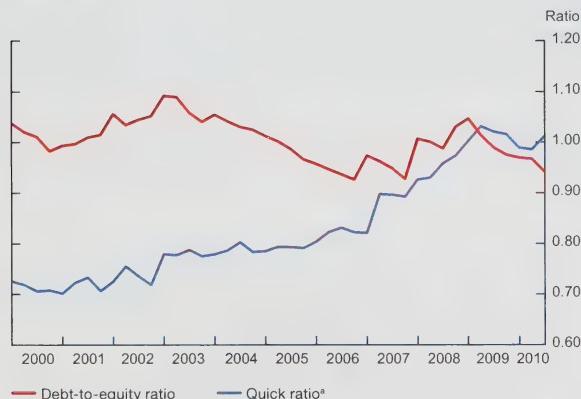
Comparison of Canadian real business investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 27: With liquidity high and leverage low, non-financial firms are well positioned to invest

Quarterly data



a. The quick ratio is defined as short-term assets (less inventories) over short-term liabilities.

Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q3

Consistent with the October Report, the Bank expects an improvement in net exports over the projection horizon as external demand recovers and growth in Canadian domestic demand moderates from its previous rapid pace. While near-term growth prospects in the United States and other foreign economies have significantly improved of late, competitiveness challenges are expected to leave the projected profile of Canadian export growth only slightly stronger than previously anticipated. The rebalancing of domestic demand toward business investment and pressures on Canadian competitiveness also imply higher imports relative to the profile of overall domestic demand. The strength of net exports will continue to be sensitive to currency movements and the expected recovery in productivity growth, in addition to prospects for external demand.

The Bank expects an improvement in net exports over the projection horizon.

The Projection for Inflation

Core inflation is projected to gradually edge up to 2 per cent by the end of 2012.

The outlook for core inflation is broadly unchanged from the October Report. Core inflation is projected to gradually edge up to 2 per cent by the end of 2012 (**Table 3** and **Chart 28**), as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. As well, ongoing modest growth in labour compensation, combined with an anticipated pickup in productivity, is expected to restrain growth in unit labour costs and, in turn, dampen inflation pressures.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 (4.9)	5.6 (5.8)	2.3 (2.0)	1.0 (1.6)	2.3 (2.6)	2.5 (2.6)	2.8 (2.3)	3.0 (2.3)	3.0 (2.6)	2.9 (2.7)	2.6 (2.8)	2.5 (2.8)	2.5 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 (-1.1)	2.1 (2.2)	3.4 (3.4)	3.4 (3.6)	2.8 (3.0)	2.0 (2.2)	2.2 (2.3)	2.6 (2.4)	2.8 (2.4)	2.9 (2.5)	2.9 (2.6)	2.7 (2.7)	2.6 (2.8)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)	1.5 (1.6)	1.6 (1.6)	1.4 (1.5)	1.5 (1.6)	1.6 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.8 (1.8)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.3 (2.2)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.9 (1.7)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (76)	85 (82)	91 (84)	93 (86)	95 (87)	95 (87)	95 (88)	95 (88)	95 (88)	95 (89)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October Monetary Policy Report.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

The near-term profile for core inflation is slightly more subdued than previously anticipated, consistent with slightly greater excess supply in the near term. In the first quarter, the 12-month rate of core inflation will also be dampened by the unusual price increases for motor vehicles and hotel accommodation that occurred in early 2010.

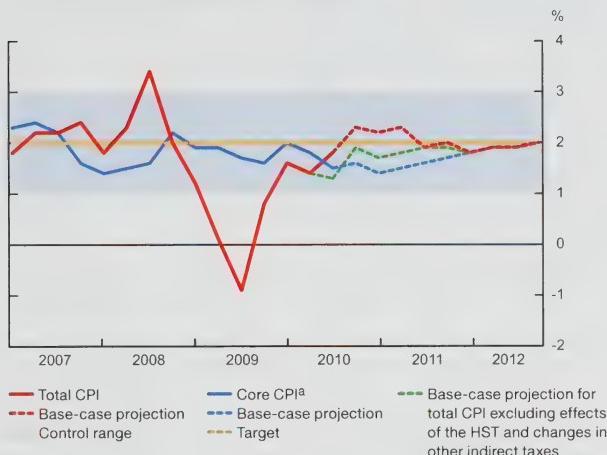
Total CPI inflation is projected to remain slightly higher than the 2 per cent target over the first half of 2011, as the HST and other changes in provincial indirect taxes continue to boost the 12-month rate of change in consumer prices.¹ As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect on prices of these changes. Excluding the impact of changes in indirect taxes, total CPI inflation is expected to gradually converge to the 2 per cent target, broadly in line with the projected profile for core inflation.

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

1 The direct impact of changes in consumption taxes in Ontario, British Columbia and Nova Scotia is a temporary rise of 0.7 percentage points in the year-over-year rate of increase in the total CPI from July 2010 to June 2011. The increase in the provincial sales tax in Quebec in January 2011 is expected to add about 0.1 percentage points to total CPI inflation over 2011.

Chart 28: Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



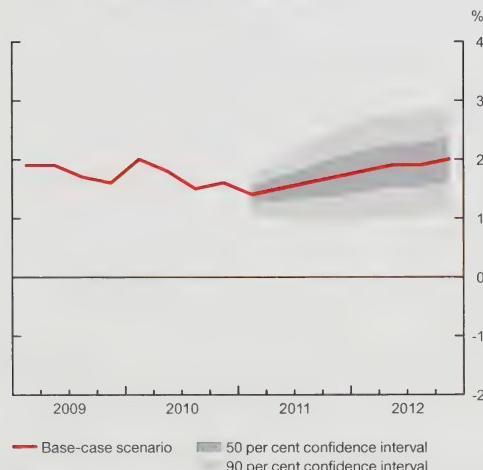
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 29** and **Chart 30** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the first quarter of 2011 to the end of 2012.²

Chart 29: Projection for core CPI inflation

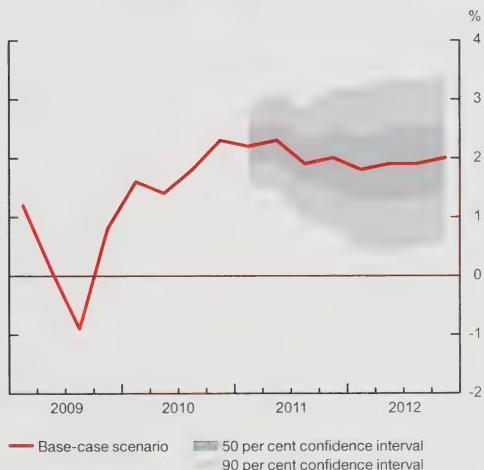
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 30: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

² Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; keyword search: Fan charts.

Risks to the Outlook

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated.

There are two main upside risks to inflation, relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector:

- The global economy could be stronger than currently anticipated, particularly if measures to moderate demand in emerging-market economies prove insufficient. This could boost commodity prices, which would increase incomes in Canada and support stronger investment activity and household spending.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With exceptionally stimulative financing conditions, borrowing could continue to grow faster than income.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures:

- The Bank expects net exports to provide greater support to the Canadian economic expansion over the projection horizon. However, with ongoing productivity challenges and the persistent strength of the Canadian dollar, the anticipated recovery in net exports may not fully materialize. Moreover, renewed tensions in foreign exchange markets could inhibit the necessary global adjustment and put additional pressure on freely floating currencies.
- With household expenditures in Canada significantly above their historical average as a share of GDP, growth in household spending might decelerate more rapidly than is currently anticipated. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy, such as consumption, given the high debt loads of some Canadians.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt and financial stability issues in a number of countries will be required.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée démentent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessitent une solution d'ensemblé.

Globalement, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Les risques éthiques et leur impact sur les perspectives

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiales et canadienne, les risques demeurent élevés.

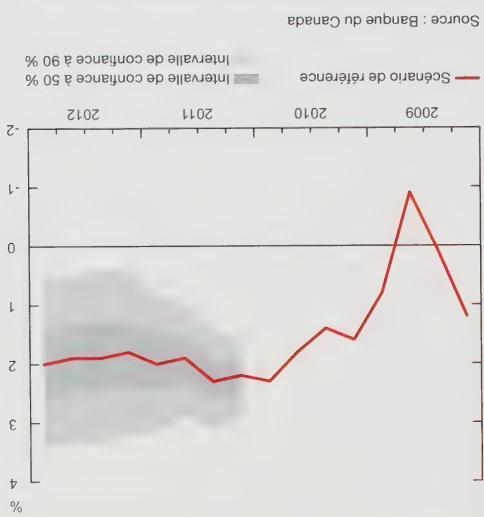
- L'économie mondiale pourrait être plus vigoureuse que ce qu'on entrevoit actuellement, surtout si les mesures destinées à modérer la demande dans les économies de marché émergentes s'avéraient insuffisantes. Il pourrait en résulter une hausse des prix des produits de base, ce qui entraînerait une augmentation des revenus au Canada et favoriserait une hausse des investissements et des dépenses des ménages.

- La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive que l'escampte. Compte tenu des conditions financières exceptionnelles et avantageuses, les empêtrés pourraient continuer d'augmenter plus rapidement que les revenus.

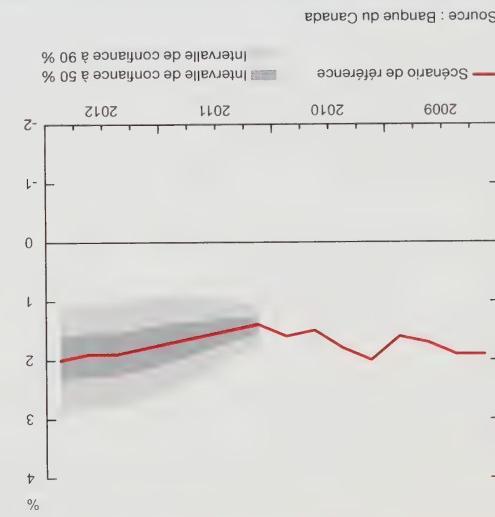
Deux principaux risques sont à la base de la présentation des perspectives d'investissement : qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages soient plus faibles qu'anticipé :

La Banque a étendu ce que les exportations nettes soutiennent davant-
tage. L'expansion économique au Canada durant la période de projection.
Cependant, étant donné les défis qui se posent sur le plan de la producti-
vité et la vigueur persistante du dollar canadien, il se peut que la produc-
tivité des exportations nettes ne se concrétise pas pleinement. Qui
plus est, de nouvelles tensions sur les marchés des changes pourraient
entraver l'ajustement qu'il s'impose à l'échelle mondiale et exercer des
pressions supplémentaires sur les monnaies dont le cours flotte librement.

- La croissance des dépenses des ménages au Canada pourra déclencher plus rapidement qu'en envisage à l'heure actuelle. du fait qu'elles sont considérablement supérieures à leur moyenne historique en proportion du PIB. Dans le même ordre d'idées, un surpuissant affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie telles que la consommation, étant donné le lourd endettement de certains Canadiens.



Graphique 29 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IIPC global



Graphique 30 : Projection relative à l'inflation mesurée

de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Recherches.

2 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est réalisant progressivement au cours de la période de projection, et comparable avec l'atteinte de la cible d'inflation.

La projection de la Banque intègre une réduction de la dette monétaire se profil d'évolution projeté de l'inflation mesurée par l'IPC.

chart les impôts indirects, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge graduellement vers la cible de 2 %, et suivre généralement le changements sur les prix. Abstraction faite de l'influence des mesures tou-

mentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la tenir les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relativement au rythme d'augmentation à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 29 et 30** présentent les graphiques en éventail du premier trimestre de 2011 à la fin de 2012.

Sources : Statistique Canada et calculs de projections de la Banque du Canada

imposés indirects sur les autres composantes

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des

impôts indirects

modifications d'autres

effet de la TMR et des

scénario de référence pour l'IPC global hors

scénario de référence

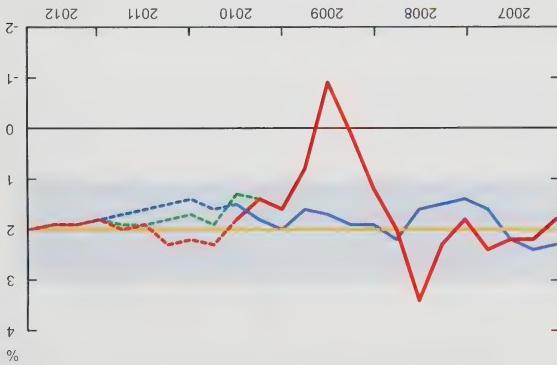
Taux projecté dans le

Taux de référence

Taux projecté dans le

Taux de référence

IPC global



Graphique 29 : Les graphiques en éventail de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % au cours de la période de projection

L'indice de la dette des ménages consommations appartenus à l'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) montre que la dette des ménages a augmenté de 1,1% en glissement annuel, entre juillet 2010 et juin 2011. La progression du taux d'endettement des ménages au deuxième trimestre de 2011 devrait être de 0,7% pour le trimestre prochain, en juillet 2011.

Le prix moyen des contrats à terme pendat la période de deux semaines terminée le 14 Janvier 2011.

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence.

Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra aux fins de la conduite monétaire, des effets initiaux de ces dans le cas de modifications de cette nature, la Banque ne tient pas compte, duze mois des prix à la consommation. Comme elle l'a fait par le passé sur les provinces continuent de pousser à la hausse le taux de variation sur 2011, la THV et les autres changements apportés aux importations permis de quelques peu au-dessus de la cible de 2 % pendant le premier semestre de

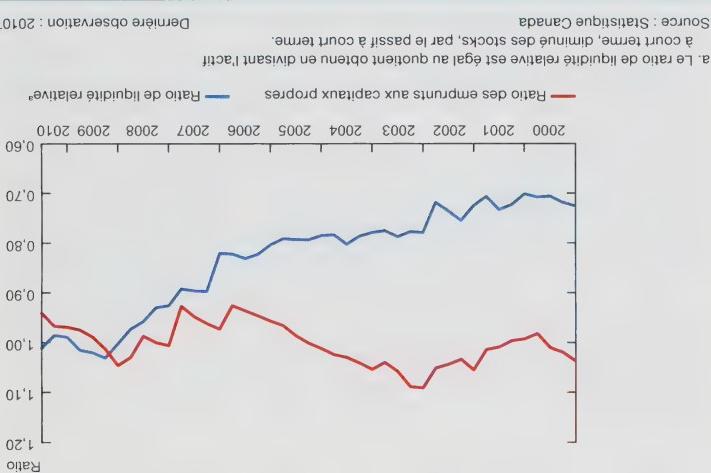
Le profil d'évolution à court terme de l'infiltration mesurée par l'indice de référence est un peu plus modérée qu'au niveau précédent mais avec une offre excédentaire légèrement plus élevée pendant cette période. Au premier trimestre, le rythme d'accroissement annuel sur onze mois l'indice reflète une forte augmentation des automobilistes et de l'hébergement hôtelier survenues au cours de l'année.

des perspectives relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence n'ont pas nécessairement pas changé depuis octobre. Cette dernière devrait remonter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2012 (**Tableau 3 et Graphique 28**). L'offre excédentaire au sein de l'économie se resorberait lentement. Les attentes d'investissement du travail qui est en cours, conjuguée à l'amélioration prévue de la productivité, devrait limiter la hausse des coûts de main-d'œuvre

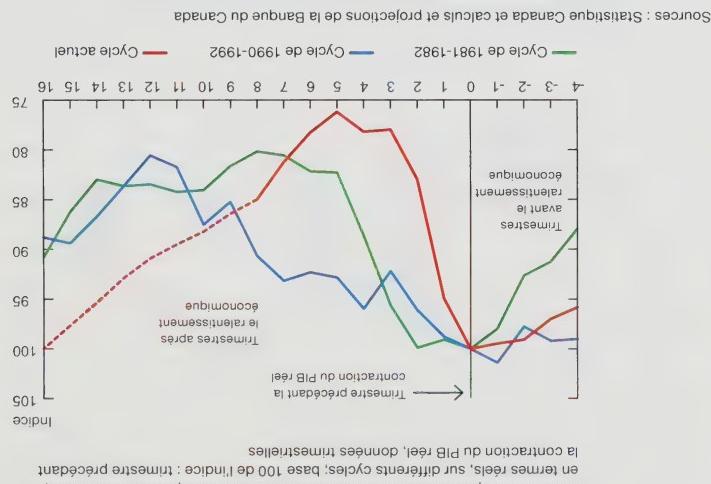
La projection en matière d'infiltration

canadiennes soutient le redressement attendu de la production canadienne des entreprises. En termes réels, sur différents cycles, base 100 de l'indice : trimestre précédent la contractualisation du PIB réel, données trimestrielles en termes comparatives des investissements fixes des entreprises canadiennes. Evolution comparée des investissements fixes des entreprises canadiennes. Graphique 26 : La réprise projetée des investissements fixés des entreprises canadiennes soutient le redressement attendu de la production canadienne des entreprises.

Graphique 27 : Vu leurs hauts niveaux de liquidités et leurs faibles ratios de dettes pour investir, les entreprises non financières sont bien placées pour investir. Données trimestrielles Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



Graphique 27 : Vu leurs hauts niveaux de liquidités et leurs faibles ratios de dettes pour investir, les entreprises non financières sont bien placées pour investir. Données trimestrielles



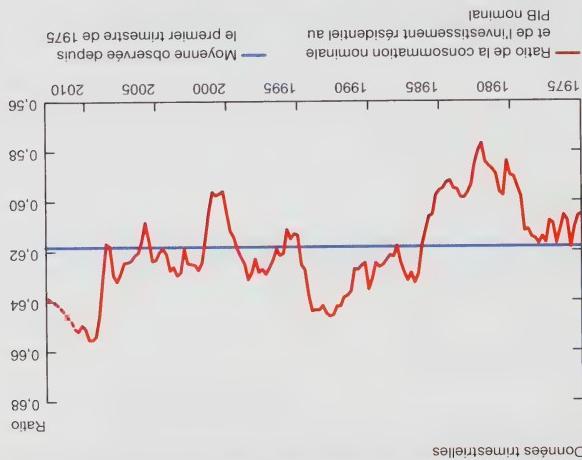
Graphique 26 : La réprise projetée des investissements fixés des entreprises canadiennes soutient le redressement attendu de la production canadienne des entreprises.

comme dans le Rapport d'octobre, la Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection.

La Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection. Si les perspectives éconómiques se sont améliorées depuis l'automne, la Banque attend que la demande mondiale et les investissements internationaux se maintiennent à un rythme de croissance modérée au cours du deuxième trimestre. La demande mondiale devrait être soutenue par une croissance économique dans les pays émergents et dans les États-Unis, mais aussi par une croissance dans les autres économies qui ont connu une récession importante.

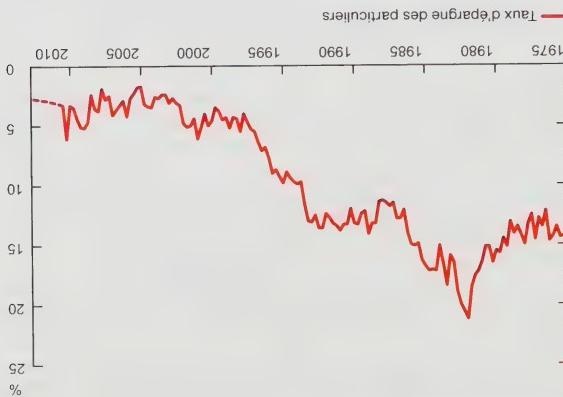
Ensuite, la Banque attend que la demande mondiale et les investissements internationaux se maintiennent à un rythme de croissance modérée au cours du deuxième trimestre. La demande mondiale devrait être soutenue par une croissance économique dans les pays émergents et dans les États-Unis, mais aussi par une croissance dans les autres économies qui ont connu une récession importante.

Sources : Statistique Canada et publications de la Banque du Canada



Graphique 25 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB dévraient diminuer au cours des prochaines années

Sources : Statistique Canada et publications de la Banque du Canada



Graphique 24 : Le taux d'épargne des particuliers devrait demeurer près des creux historiques au cours des prochaines années

La montée rapide des investissements des entreprises au cours de la période de projection à la reversion de l'effet de rebondissement de l'énergie et de la demande mondiale d'électricité a entraîné une augmentation importante de la demande mondiale d'énergie et de la demande mondiale d'électricité. Cela a entraîné une augmentation importante de la demande mondiale d'énergie et de la demande mondiale d'électricité. Cela a entraîné une augmentation importante de la demande mondiale d'énergie et de la demande mondiale d'électricité.

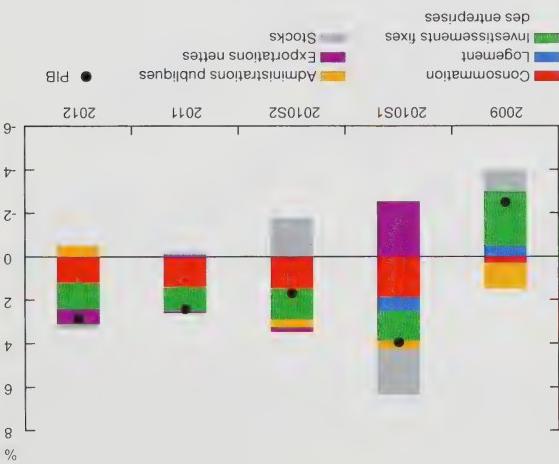
La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection.

Dans son Schéma de cohérence territoriale, qui prend en compte l'attractivité régionale et la compétitivité des territoires, l'État a mis en place un dispositif de soutien à l'investissement dans les secteurs stratégiques et innovants.

On s'attend, comme en octobre, à ce que l'expansion du revenu disponible stimule les budgets familiaux, des restrictions touchant la remunération annuelle des heures travaillées. Du fait que les bilans des ménages canadiens sont de plus en plus étendus et que la consommation ne sera variabillement pas stimulée par des gains au chapitre des prix des maisons, la croissance des dépenses des ménages devrait refléter parallèlement celle des dépenses, et la dette des ménages, des sommes inégales (Graphique 24). Ces facteurs, combinés à une accessibilité réduite à la propriété, laissent un affabilissement de l'investissement résidentiel au cours de la prochaine année. La Banque centrale prévoit que le taux d'intérêt résidentiel — et plus généralement des dépenses des ménages — dans l'économie ira graduellement en diminuant, mais restera largement au-dessus des moyennes historiques (Graphique 25).

Le taux d'éparçne dévariant continuer d'avoir un rôle des crues historiques, et la dette des ménages, des sommes inégales.

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada
de la moyenne des contributions trimestrielles.



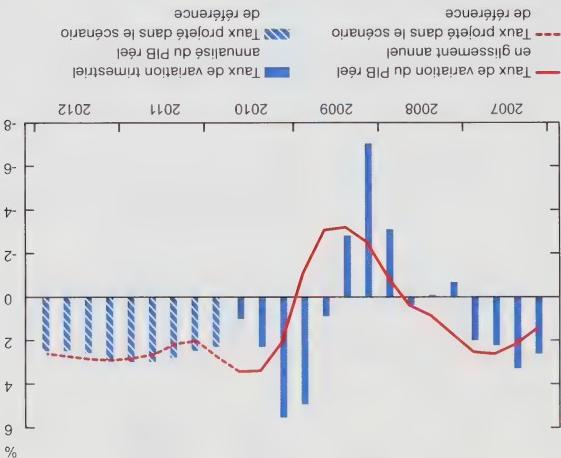
Graphique 23 : On s'attend à ce que la demande au Canada repose de plus en plus sur les investissements des entreprises et les exportations nettes des moins en moins sur les dépenses des entreprises et des administrations publiques

Les commentaires et les préremises sont dans les documents techniques présentés dans l'annexion d'octobre 2010 du Rapport sur la politique monétaire. Les données relatives à la production potentielle provenant de la note technique 2 du Rapport d'octobre 2010.

Consoommation	2009	2010	2011	2012
Logement	0,2 (0,2)	1,9 (1,9)	1,4 (1,2)	1,2 (1,2)
Administrations publiques	-0,6 (-0,6)	0,7 (0,6)	-0,1 (-0,2)	0,0 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	-2,6 (-2,6)	1,0 (1,1)	0,0 (0,0)	-0,5 (-0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	-1,8 (-1,8)	4,2 (3,9)	2,4 (1,9)	1,2 (1,1)
Exportations	-4,7 (-4,7)	1,9 (2,3)	1,8 (1,5)	1,9 (1,6)
Imports totales	4,9 (4,9)	-4,2 (-4,2)	-1,7 (-1,2)	-1,2 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	0,2 (0,2)	-2,3 (-1,9)	0,1 (0,3)	0,7 (0,5)
Stocks	-0,9 (-0,9)	1,0 (1,0)	-0,1 (0,1)	0,2 (0,1)
PB	-2,5 (-2,5)	2,9 (3,0)	2,4 (2,3)	2,8 (2,6)
Pour mémoire :				
Produktion brutelle	1,2 (1,2)	1,6 (1,6)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)
Revenu intérieur brut réel	-5,8 (-5,8)	4,8 (5,0)	3,4 (2,9)	3,2 (2,9)

En points de pourcentage

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada



Graphique 22 : Le PIB réel dévrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire

La croissance des dépenses de consommation devrait globalement se faire par la route avec celle du revenu disponible particuliers durant la période de projet. Les mesures remettant annuités à une progression plus équilibrée et assurant l'assurance hypothécaire contribueront à une progression plus équilibrée des dépenses des ménages.

l'expansion continue d'autant que l'économie ne retournera à son plein potentiel qu'à la fin de 2012.

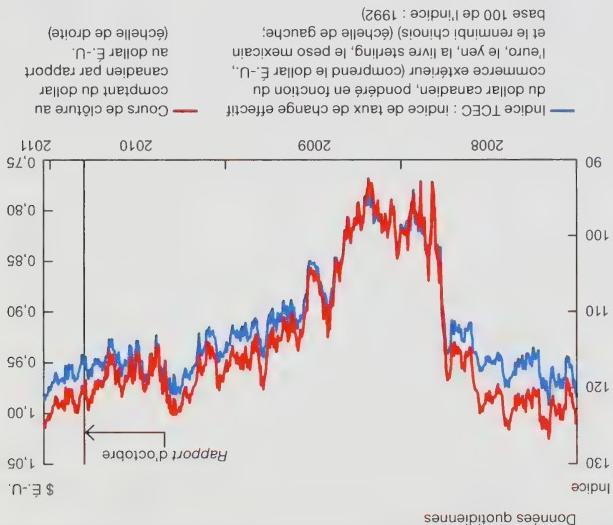
L'offre et la demande globales

internationale.

La Banque trouve son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 100 cents E.-U. en moyenne ; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme ; une stabilité relative des prix des produits de base non énergétiques ; des conditions de crédit favorables à l'entreprise.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

Note : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 14 janvier 2011

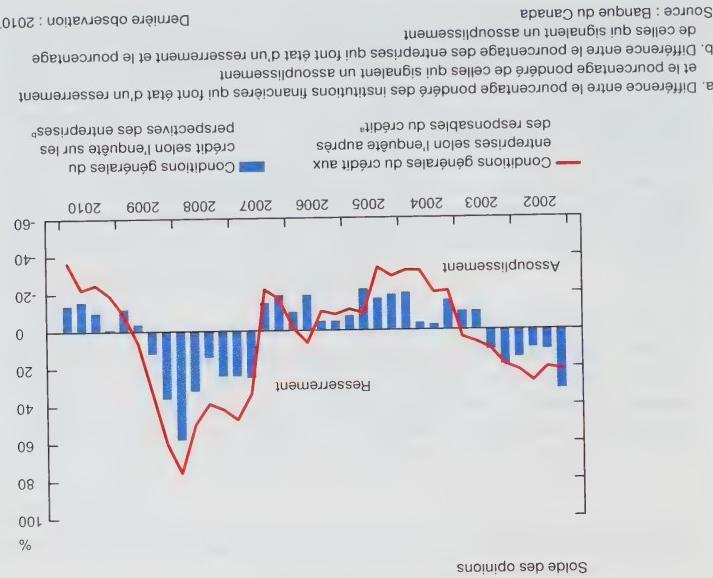


Graphique 21 : Le dollar canadien s'est apprécier depuis le 1er octobre

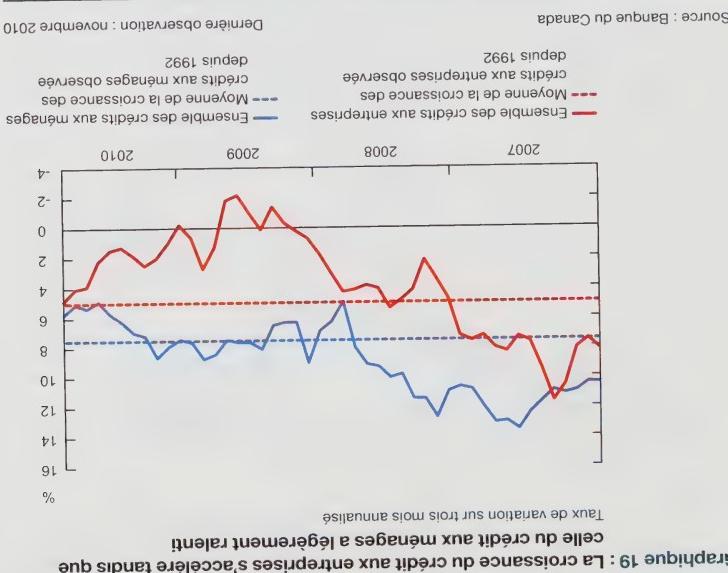
La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 100 cents E-U. Depuis la date d'annexion s'est déroulée de décembre à 88 cents E-U. L'euro de 88 cents E-U. Postule dans le Rapport d'octobre (Graphique 21). Le taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) ayant enregistré une hausse d'environ 4 % depuis octobre.

La Banque envisage toujours une croissance économique modérée en 2011 et dans le deuxième trimestre de l'année prochaine.

Depuis la date d'annonce préétablie de
décembre.



Graphique 20 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions d'assouplissement sont meilleures



Graphique 19 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère tandis que celle du crédit aux ménages a légèrement ralenti

La progression des agrégats monétaires au sens étroit a pourstival son ralentissement ces derniers mois par rapport à la cadence inhabitulement rapide enregistrée au début de 2010, suivant en cela la préférence moins marquée des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance moins marquée au sens large M2++ demeure au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Les conditions financières au Canada

Graphique 18 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux élevés malgré une amélioration générale des conditions économiques

Source : Statistique Canada/Conditions financières au Canada pour les plus récentes renseignements sur ces mêmes, consultez le site <http://creditbandeau.statcan.ca/canditionfinancieres.html>.

Demande hebdomadaire

Données hebdomadaires

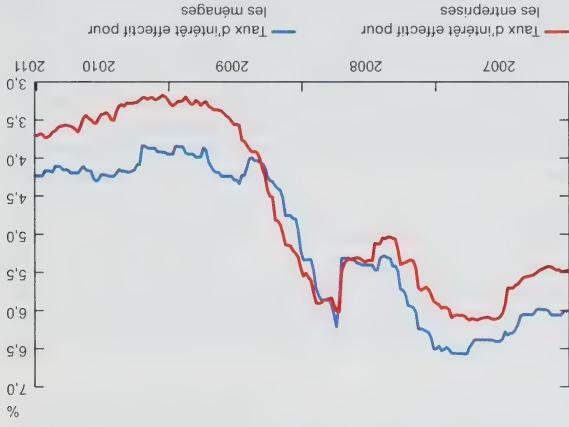
Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux élevés malgré une amélioration générale des conditions économiques

Taux d'intérêt effectif pour les entreprises

Taux d'intérêt effectif pour les ménages

2007 2008 2009 2010 2011

3.0% 3.5% 4.0% 4.5% 5.0% 5.5% 6.0% 6.5% 7.0%

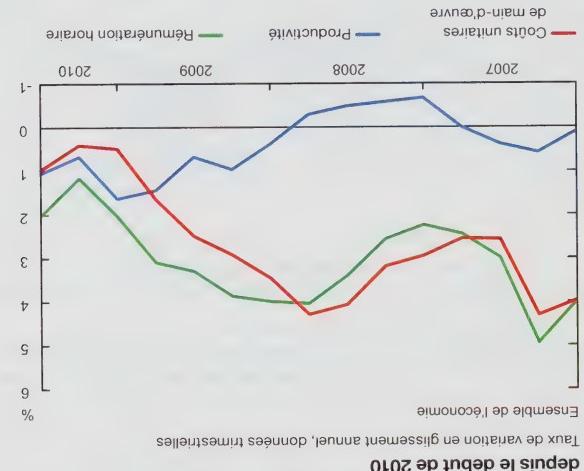


grapheique 18 : Les couts d'empirunt des menages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

des cours d'empunt effectifs des entreprises canadiennes sont également égales à ces résultats combinés migre une certaine augmentation en 2010. En outre, l'analyse des résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque mondiale au sujet des responsables de crédit (voir la rubrique « Periodiques », dans le site Web de la Banque) et de ses conclusions sur les perspectives des entreprises, l'accès des firmes canadiennes au financement a continué de s'améliorer ces derniers mois (**Graphique 20**). Les données de l'enquête auprès des responsables du crédit tendent à indiquer que l'intensification de la concurrence entre prêteurs et l'amélioration des conditions économiques ont conduit à un appauvrissement général des obligations par les investisseurs, misé en évidence par la réduction des émissions d'obligations de sociétés et par une nouvelle remontée de l'indice S&P/TSX. Les conditions de financement favorables, ainsi que la compagnie en cours des fusions et des acquisitions, ont contribué au relèvement observé au chapitre des entreprises des activités d'acquisition et de regain d'entreprises globale du crédit aux entreprises (**Graphique 19**).

Concernant la croissance du crédit aux ménages, il est modérée quelle que soit la rapport au rythme rapide du début de 2010 (*Graphique 19*).

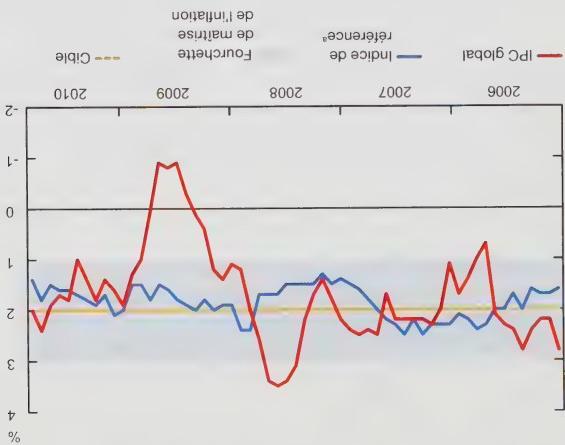
Source : Statistique Canada
Dernière observation : 2010:3



Graphique 17 : La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est modérée depuis le début de 2010

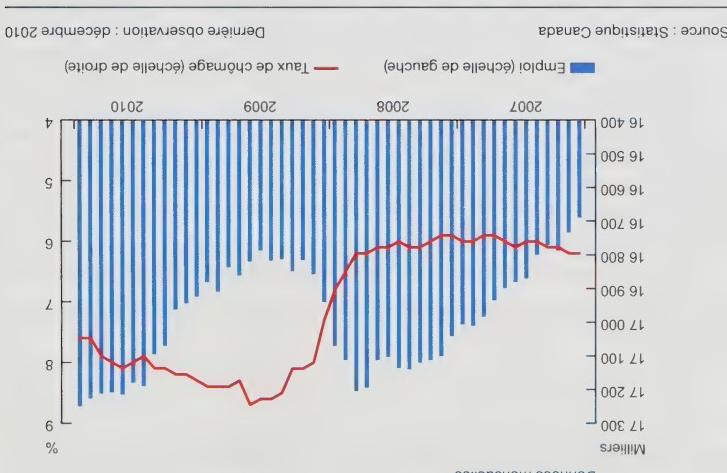
Source : Statistique Canada
Dernière observation : novembre 2010

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes



Graphique 18 : L'inflation mesurée par l'indice de référence démeure modérée au-dessus de la cible, en raison principalement de facteurs temporaires

L'infiltration est la cible de 2 %



Graphique 15 : En aparté d'une remontée de l'emploi, le taux de chômage

Le taux de croissance de l'économie, qui est en effet de 2 %, dépend largement des mesures prises par l'industrie et le secteur tertiaire. Ces dernières sont les 2 % de la croissance qui sont réalisées dans l'industrie et le secteur tertiaire. Les mesures prises par l'industrie et le secteur tertiaire sont solides et elles sont encore en cours d'application. Elles sont destinées à assurer la stabilité de l'économie et à maintenir la croissance à un niveau élevé.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avavis qu'environ 13/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2010.

La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur

Note technique 3 (suite)

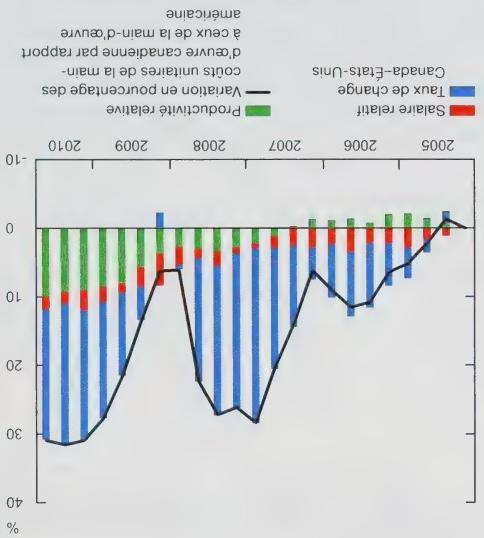
Le taux de croissance de la productivité dans l'économie canadienne et américaine s'est même accélérée au fil des dernières années, tout comme la diminution de la part du marché des producteurs canadiens. Cette évolution met en relief le risque que des résultats décevants sur le plan de la productivité, conjugués à la vigueur persistante du dollar canadien, bafouent la rentabilité des exportations nettes du Canada.

Les couts unitaires de main-d'œuvre relatifs aux changements nominaux, la rémunération horaire relative et la productivité relative du travail. L'appreciation consisterait dans une progression de 31 % des couts unitaires relatifs de la main-d'œuvre canadienne durant la même période (graphique 3-D).

Indique une progression de 31 % des couts unitaires totale sur les marchés canadiens et américains indiquant que les prix canadiens ont augmenté à un rythme assez similaire dans les deux pays pendant cette période, le retard du Canada en matière de productivité par rapport aux États-Unis. Les salaires ayant progressé au Canada des couts unitaires de main-d'œuvre par est responsable des deux tiers environ de la montée au Canada des couts unitaires de main-d'œuvre par rapport aux États-Unis. Les salaires ayant progressé à un rythme assez similaire dans les deux pays pendant cette période, le retard du Canada en matière de productivité par rapport aux États-Unis.

Grapheique 3-D : L'erosion de la competitivite du Canada reflète la vigueur du dollar canadien et la perte tenue du pays au chapitre de la productivité relative

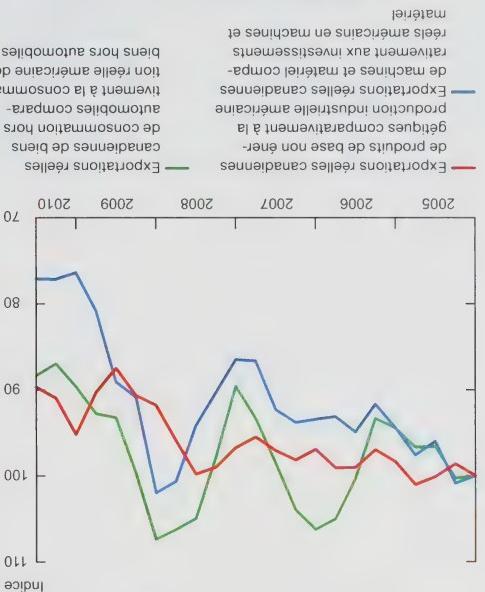
Championne 3-0 : Les tigres de la baie partent des expérimentés



Grapheique 3-D : L'erosion de la competitivite du Canada
réfleter la vigueur du dollar canadien et la perte tenue
du pays au chapitre de la productivité relative

Role des drivers de la variation des coûts unitaires de
main-d'œuvre au Canada par rapport à ceux des Etats-Unis.

données trimestrielles



canadiennes sur le marché américain touche une gamme d'appareils-c/s. Le taux de la part des exportateurs de biens

La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada

1) La démonstration que les mesures de la compétitivité qui sont calculées à l'importation des exportations nettes de la production finale en Chine sont basées sur des cours de marché dans un échange de marchés de la concurrence directe entre les deux pays. Ces dernières mesures de la compétitivité sont basées sur les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine et sont comparées avec les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont plus élevés que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont plus élevés que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine.

2) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

3) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

4) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

5) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

6) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

7) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

8) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

9) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

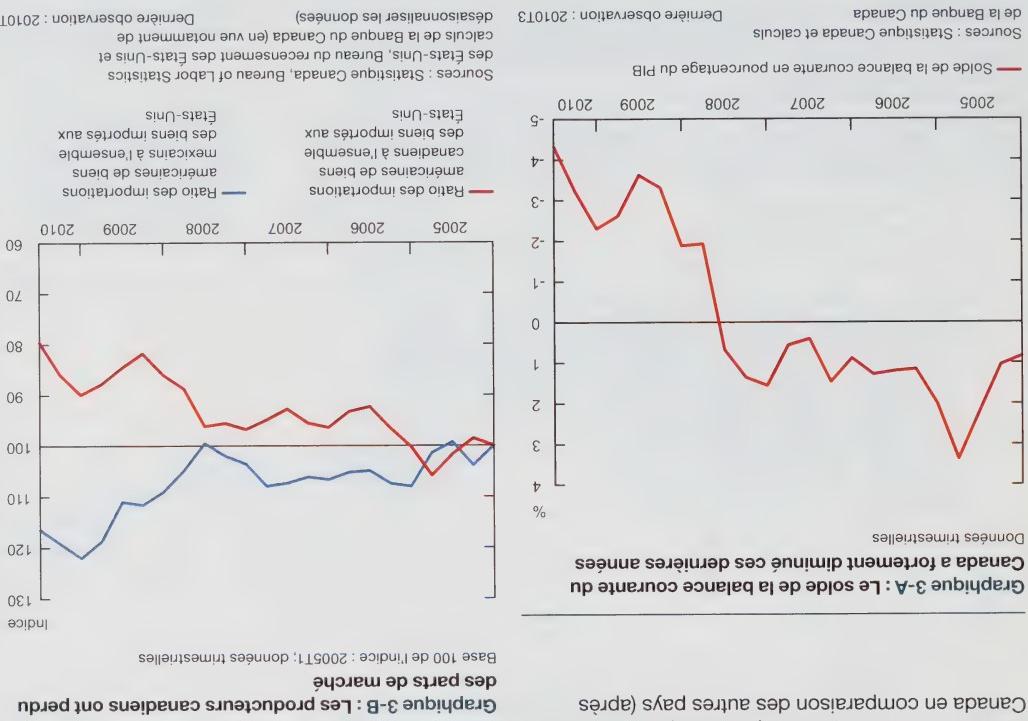
10) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

11) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

12) L'efficacité d'échange de la Banque centrale de Chine est meilleure que celle de la Banque centrale de Chine. Les résultats montrent que les cours de change officielle de la Banque centrale de Chine sont meilleurs que ceux de la Banque centrale de Chine.

(suite à la page suivante)

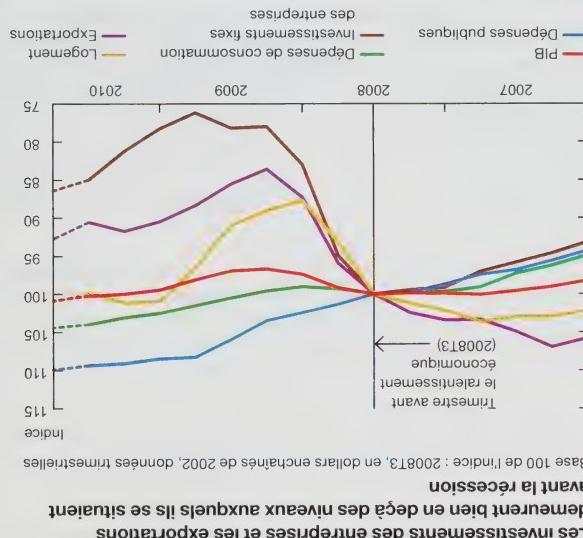
corréction des variations de change). Selon l'Organisation des Nations Unies, le taux de change effectif réel mondial (OCDE), qui tient compte de l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre sur la base des coûts unitaires depuis le début de 2005. La mesure bilatérale environnementale dépasse 17 %.



Graphique 3-A : Le solde de la balance courante du Canada a fortement diminué ces dernières années

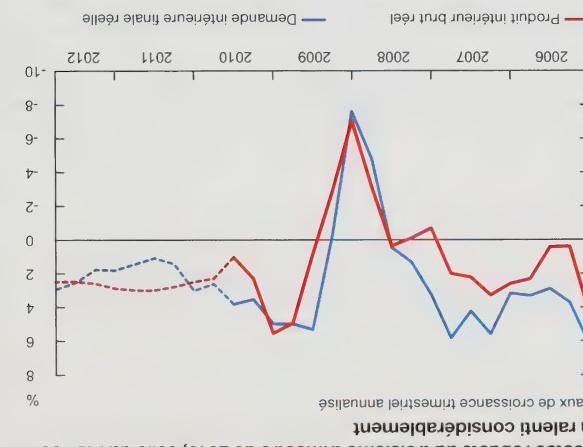
sur la croissance nette et l'exercice au rosième trimestre un effet modérateur des exportations plus importante que l'écoulement, du fait que les exportations sont répétées malgré la poursuite de l'expansion de l'activité à l'étranger et ont contribué à la demande nette d'exportations dans le deuxième trimestre. La taxable continue des exportations nettes s'explique par la relative renue de la productivité relative et la vigueur persistante du dollar canadien (**Note technique 3**). Toutefois, l'atoneur des exportations telles que l'inactivité dépend aussi attribuable à des facteurs temporaires tels que l'inactivité d'industrie.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada.
Notes : Les chiffres relatifs au quatrième trimestre de 2010 sont des estimations de la Banque du Canada.



Graphique 13 : Les investissements des entreprises et les exportations

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada



Graphique 12 : Ainsi que la croissance de la demande intérieure triable est restée robuste au troisième trimestre de 2010, celle du PIB réel

Les investissements des entreprises ont poursuivi leur vive progression au troisième trimestre. Cependant, en dépit de la hausse importante énergétique depuis la fin de 2009, moins de la moitié du budget total marqué dans le niveau des investissements dans les secteurs de construction et de l'énergie a été consacrée à l'acquisition d'équipement.

Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement, tandis que le niveau des investissements dans les secteurs de construction et de l'énergie a été démentie élevé.

Les dépenses favorisant l'activité. Le dynamisme des dépenses de consommation a été soutenu par les mises en œuvre d'efforts de réduction de la dette et de la diminution de l'endettement des ménages. Les dépenses favorisant l'activité sont demeurées élevées, malgré la diminution des facteurs transitoires favorisant l'activité. Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement au troisième trimestre, laissant ainsi le taux d'épargne près de son creux.

Le niveau de dépenses au troisième trimestre a augmenté en bonne partie contrebalance par une nouvelle déterioration des exportations nettes. Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement au troisième trimestre. Ce résultat est largement grâce à un amélioration au troisième trimestre. Ces résultats sont attribués à l'augmentation des dépenses dans les secteurs de construction et de l'énergie.

L'activité économique

Levolution récente

La Banque prévoit un rythme d'expansion modérée dans l'ensemble, les conditions financières avantageuses continuant de fournir un soutien à mesures que sont retires les stimulants budgétaires.

Ainsi qu'elle le projette en octobre, la Banque s'attend à ce que la croissance ressemble à celle de 2012. Dans ce contexte, l'inflation mesurée tant par l'IPC global qu'à fin de 2012 devrait retourner graduellement à 2 % au cours d'ici la fin de 2012. Dans ce contexte, l'inflation mesurée tant par l'IPC global interne au troisième trimestre. Ce résultat est largement grâce à l'amélioration de la croissance réelle dans les secteurs de construction et de l'énergie.

La hausse prévue de la contribution des exportations nettes à la croissance économique mondiale devrait être temporaire en ce qui a trait à la production manufacturière aux États-Unis et à l'Europe. Toutefois, les effets cumulatifs du dollar canadien ont entraîné une relative stabilité des exportations nettes. La hausse prévue de la contribution des exportations publiques et se déplacer vers les investissements des ménages et des administrations publiques et se tributaire des dépenses contribuant à la croissance mondiale. La demande au Canada devrait être relativement moins marquée par l'amélioration des perspectives à court terme mondiale. La hausse prévue de la contribution des exportations nettes à la croissance mondiale devrait être temporaire en ce qui a trait à la production manufacturière aux États-Unis et à l'Europe. Toutefois, les effets cumulatifs du dollar canadien ont entraîné une relative stabilité des exportations nettes.

La Banque maintient donc son estimate de croissance mondiale pour 2012 à 2 %.

L'économie canadienne

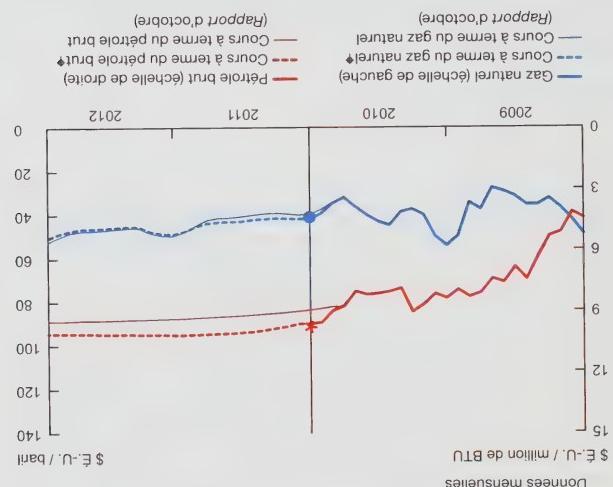
Graphique 11 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2012

1)

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection, sous l'effet de la prise économique mondiale. Après avoir enregistré des hausses marquées récemment, les cours des produits de base non énergétiques devraient décliner relativement durant la période prochaine, l'augmentation de la demande étant limitée. Les cours des matières premières manufacturées devraient continuer à grimper au cours de la période de projection, mais leur augmentation devrait être moins importante que celle des cours des matières premières.

•Ses

On anticipe un léger ralentissement de la croissance du PIB réel dans les autres économies de la zone euro. Le retard des stimulants budgétaires et monétaires en réaction à l'accroissement des tensions inflationnistes devraient modérer l'expansion de l'économie intérieure. En outre, un rebond du taux de change réel de ces économies res-



Dans la zone euro, on s'attend à une reprise modeste jusqu'à la fin de 2012. Cette région doit toutefois faire face à des risques et des défis considérables. Des indicateurs récents donnent à penser que la croissance défaillera. Particulièrement préoccupante est la situation financière dans le secteur des entreprises, qui a atteint un niveau record au cours de l'année dernière. Les perspectives pour 2012 sont donc sombres. Malgré leurs ambitions programmes de redressement des déficits, les pays périphériques demeurent vulnérables aux sautes d'humeur des marchés financiers. Les économies périphériques ont connu une croissance modeste en 2011 et en 2012, mais cette reprise devrait ralentir en 2013. Au Japon, la croissance économique devrait ralentir en 2012, par suite du relâchement budgétaire et de l'appréciation ante-japonaise. En Chine, un déplacement progressif de la demande salariale vers la consommation devrait aider à maintenir la croissance chinoise. La croissance projette de se dérouler dans un peu plus d'un an, grâce à une modeste appréciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise.

En 2012, elle devrait être légèrement inférieure puis forte au second semestre, alors que la demande intérieure devrait dans le rapport d'OCDE, stimuler la croissance mondiale. Les mesures de resserrement monétaire et du crédit, effectuées dans les dernières années, ont contribué à une contraction importante de la demande intérieure. Toutefois, en raison de l'effacement progressif de la dette publique, la croissance mondiale devrait être modérément positive au cours de l'année prochaine.

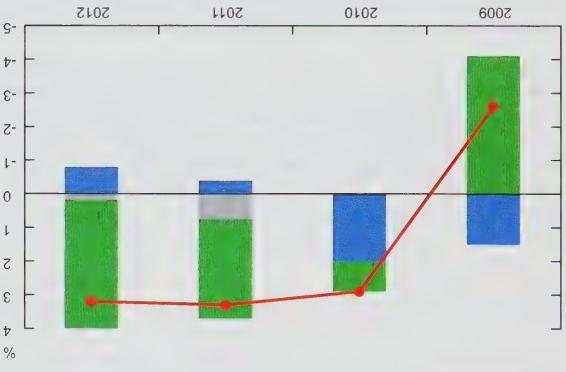
En 2012, l'activité mondiale devrait être modérément positive, mais avec des risques importants. Les risques positifs sont liés à la croissance mondiale, qui devrait être soutenue par la demande intérieure. Toutefois, les risques négatifs sont liés à la dette publique, qui devrait être élevée dans les deux dernières années. Les risques négatifs sont liés à la dette publique, qui devrait être élevée dans les deux dernières années.

La croissance projetée en Chine est un peu plus élevée en 2011 qu'en 2010, mais elle devrait être réduite par une demande de l'investissement et des dépenses publiques et des déficits considérables. La zone euro, où s'est étendue la crise modeste jusqu'à la fin de 2012, devrait également connaître une croissance plus forte que prévu.

Sources : Banque du Canada et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Nota : On entend par « mesures de relance antérieures », les mesures prises par les pouvoirs publics au début de 2009 face à la crise et par « nouvelles mesures de relance », les mesures prises par les pouvoirs publics au début de 2010, la hausse des dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures de relance comprenant à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures de relance à la croissance mondiale. La contribution estimative des mesures de relance programme de relance de plus tard, « la contribution estimative des mesures de relance ».

mesures de relance antérieures
nouvelles mesures de relance
PIB hors mesures de relance
Contribution estimative des mesures de relance



Données annuelles

Graphique 10 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent la croissance

Source : Banque du Canada

croissance plus forte qu'prévu au troisième trimestre. En 2010, la hausse du PIB rapporte à dépassé les dépenses dans le Rapport d'octobre, sous l'effet des modifications apportées aux séries chronologiques des comparables nationaux octobre.

a. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la variante

b. Les chiffres entre parenthèses sont portés sur la période mondiale.

c. Octobre 2010 du Rapport sur la politique monétaire.

croissance plus forte qu'prévu au troisième trimestre.

c. En 2010, la hausse du PIB rapporte à dépassé les dépenses dans le Rapport d'octobre,

sous l'effet des modifications apportées aux séries chronologiques des comparables nationaux octobre.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2010

mesures en partie des pouvoirs d'achat pour 2009.

mesures en partie des pouvoirs d'achat pour 2009.

a. Part de chaque pays au groupe des pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB

Autres pays	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,5)	3,9 (3,8)
Chine	46	5,7 (5,2)	4,0 (3,6)	3,8 (3,5)
Zone euro	13	10,4 (10,3)	9,3 (9,0)	8,8 (8,9)
États-Unis	6	4,3 (2,9)	1,4 (1,3)	2,1 (2,3)
Japon*	15	1,7 (1,7)	1,5 (1,7)	1,5 (1,7)
États-Unis	20	2,9 (2,7)	3,3 (2,3)	3,2 (3,3)
Zone euro	2010	2011	2012	
	Part du PIB mondial (en pourcentage)	Grossesse projete* (en pourcentage)	Grossesse projete* (en pourcentage)	

Tableau 1 : Proportion relative à la croissance de l'économie mondiale

La progression des dépenses aux États-Unis devrait être soutenue jusqu'à la fin de 2012 par une modeste intensification du rythme de création d'emplois, et ce, dans un contexte d'extrême précarité sur le marché du travail à l'heure actuelle et d'un taux de chômage de longue durée qui a atteint des sommets historiques. En outre, les nouvelles mesures de relance

du travail à l'heure actuelle et d'un taux de chômage de longue durée qui a atteint des sommets historiques. En outre, les nouvelles mesures de relance

Le PIB réel américain, en moyenne annuelle, devrait croître de 3,3 % en 2011 et de 3,2 % en 2012. On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte qu'espérée.

On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte

que celle dans les États-Unis en 2011 soit plus forte qu'espérée.

Le programme de relance budgétaire et de la reprise plus rapide des dépenses

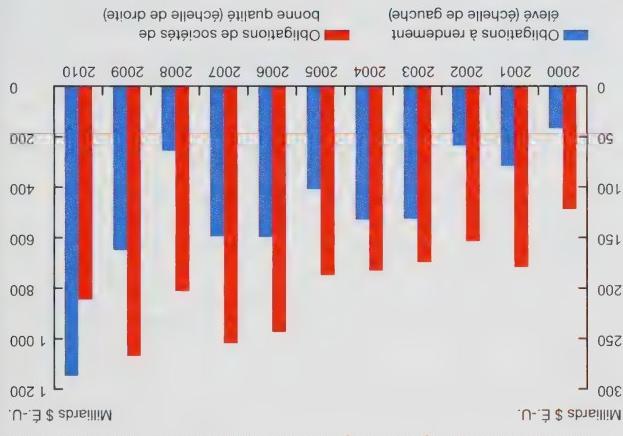
soit plus forte qu'espérée dans les États-Unis en 2011 soit plus forte qu'espérée.

soit plus forte qu'espérée dans les États-Unis en 2011 soit plus forte qu'espérée.

de consommation (Graphique 10).

Les perspectives d'évolution de l'économie

Demilede observation ; St decembre 2010 Source : Bloomberg



graphique 9 : L'mission d'obligations de sociétés à être soutenue, en particulier



Graphique 8 : Les écarts de crédit se sont échangés dans certains pays

Les monnaies de plusieurs pays
émergents ont été soumises à des pressions à la hausse persistantes.

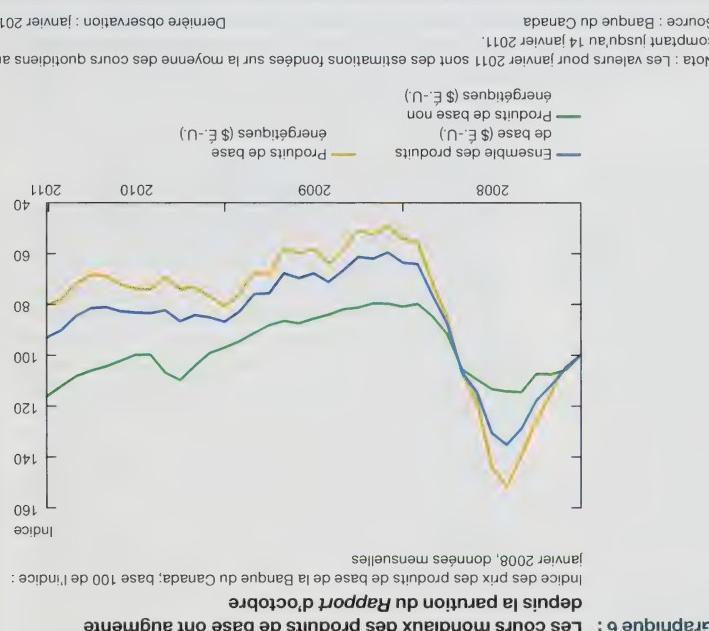
Sous l'effet de l'interêt des investisseurs, les monnaies de plusieurs pays émergent de l'inertie de l'athéisme des recueils fondamentaux de l'accroisse-ment des sommes à des pressions, les monnaies de plusieurs pays émergent au dollar-E-U. Même si les autorités de ces pays ont redouté la réfluence et l'ampleur de leurs interventions sur les marchés des changes depuis octobre, un certain nombre d'entre elles ont imposé des restrictions sur les mouve-ments de capitaux ainsi que d'autres mesures administratives. Ces interven-tions des pouvoirs publics résultent d'entraîner le processus d'ajustement des taux de change réels requis pour corriger les déséquilibres mondiaux soutenir la reprise.

(Graphique 9).

The graph illustrates the evolution of the ratio of large bank assets to bank deposits (Rapport d'octobre) from October 2007 to October 2010 for four countries: Canada (red), United States (blue), Germany (green), and Japan (yellow). The Y-axis represents the percentage (%) from 0.0 to 5.0. The X-axis shows the years 2008, 2009, and 2010. All four countries show a significant increase in the ratio starting in late 2007, peaking around 2008-2009, followed by a sharp decline during the financial crisis, and then a partial recovery by 2010. The United States shows the most dramatic fluctuations, particularly the peak in early 2008 and the subsequent drop.

Les rendements des obligations d'Etat dans les grandes économies avancées ont augmenté depuis la publication du Rapport en octobre (**Graphique 1**). Ce sont surtout les augmentations dans les économies émergentes qui ont été les plus marquées. La croissance mondiale semble refléter en grande partie les révisions à la hausse des attentes de la croissance économique mondiale.

L'évolution des marchés financiers mondiaux



Stratégie 6 : Les cours mondiaux des produits de base ont augmenté depuis la création du Barfoot d'Acabar.

l'expansion et d'infiltration accueille durablement les périodes d'insécurités. Dans une telle événualité, la période d'expansion et d'infiltration qui pourraient se suivre en Chine seraient alors gérées par la correction du taux de croissance et de l'endettement public. La correction du taux de croissance et de l'endettement public devrait être réalisée par le moyen d'actions telles que la réduction des mesures publiques nécessaires à moyen terme en ce moment, ce qui empêcherait l'augmentation de l'endettement public.

qui impliquerait une légère moderation de la croissance et une réduction graduelle de l'infiltration jusqu'à un taux visé de 4 %. Mais on ne peut écartier le risque que les efforts des autorités en ce sens se révèlent

L'infiltration en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

Note technique 2 (suite)

La situation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

(suite à la page suivante)

simultanee du volume de yachts en circulation, les autorites s'engagent en regle generale dans diverses operations de sterilisation. Puisqu'un reelement des opérations de sterilisation, les pressions haussées sur la demande de mariage ont atteint un niveau des sterilisations, les autorites obligatoires ont préféré élire le moyen de augmenter un peu plus le temps de court-bout. Cela a permis d'augmenter la demande de mariage sans que les mariages ne soient trop nombreux. Les mariages sont devenus plus nombreux et plus courants, mais le temps de court-bout a été réduit. Les mariages sont devenus plus nombreux et plus courants, mais le temps de court-bout a été réduit.

La forte croissance de la Chine a joué un rôle majeur dans la réprise de l'économie mondiale. Pour le Chambre en particulier, le dynamisme de l'activité en Chine a stimulé la demande d'exportations et soutenu les prix des matières premières. Selon les recettes dominées, l'économie chinoise pourra néanmoins être menacée de surchauffe. La croissance plus vive que prévue et les tensions inflationnistes en Chine font peser tout à la fois, à brève échéance, un risque à la hausse sur les perspectives d'expansion de l'économie mondiale et la révolution des cours des matières premières. De récents indicateurs témoignent d'une intensification prononcée des tensions inflationnistes en Chine. Les prix à la consommation augmentent régulièrement depuis quelques mois. Ainsi, en novembre dernier, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est rapproché à 5,1 %, son plus haut niveau en 28 mois. Si l'inflation continue cette poussée explosive en bonne partie par un déplacement des aliments de plus de 11 %. Il

Graphique 2-A : Le coefficient principal d'instrument de la politique monétaire

Demandes quotidiennes

Source : Banque populaire de Chine
Dernière observation : Janvier 2011

1999 2001 2003 2005 2007 2009 2011

Taux créditier sur 12 mois
Coefficient des réserves obligatoires pour les grandes banques
Dette publique de Chine

%

Graphique 2-A : Le coefficient principal des services obligatoires

3	Puisqu'à 60 % des expatriés sont à l'origine d'une population de Chine à moins de 20 000 mètres de hauteur, alors que celle-ci représente 43 % au trimestre précédent.
2	Puisque les prix de revendeurs privés sont assortis d'une population géographique stable de statistiques portant sur 77 villes, montre qu'il existe des corrélations entre la demande et les prix dans les 77 villes.
1	Les données relatives à la progression des prix des produits non alimentaires peuvent toutes deux aider à prévoir le taux d'inflation car les prix des denrées sous-estimer l'ampleur réelle de l'inflation, mais elles peuvent toutes deux aider à prévoir le taux d'inflation car les prix des denrées sous-estimer l'ampleur réelle de l'inflation, mais elles peuvent toutes deux aider à prévoir le taux d'inflation.
B	L'analyse comparative des échanges avec l'Europe, et à 6 mètres de distance pour la comparaison du marché.
A	L'analyse comparative des échanges avec l'Europe, et à 6 mètres de distance pour la comparaison du marché.

300 נסחים

<p>Tableau 1-A : Les conditions financières aux Etats-Unis se sont dans l'ensemble améliorées</p> <p>en 2011 et en 2012. Globallement, les mesures de soutien à l'économie ont été démantelées et les marchés anticipent, dès la fin de 2012, une reprise dans l'ensemble.</p>
<p>Tableau 1-B : Les mesures stimulantes ont été démantelées</p> <p>des Etats-Unis et des autres pays ont été démantelées et les marchés anticipent, dès la fin de 2012, une reprise dans l'ensemble.</p>

L'évolution récente des politiques monétaires et budgétaires aux Etats-Unis : incidence sur le Canada

Note technique I (suite)

Varia etions	Depuis la réunion du Comité de l'Open market (3) membre(s)	Depuis le début des discussions de l' Höhe (27 Août)	31 juillet	Indice S&P 500
Rebondissement des Télesur américaines à dix ans	+75 Points +42 Points +21,5 % +17,0 %	+75 Points +46 Points +28 Points -25 Points de base	3,32 % 1 293,2 1 293,2 163 99,73	Ecarts de rendement relativement aux obligations de sociétés de même qualité
Rébondissement des Télesur américaines à dix ans	+75 Points +46 Points +28 Points -25 Points de base	+75 Points +46 Points +28 Points -25 Points de base	3,32 % 1 293,2 1 293,2 163 99,73	Ecarts de rendement relativement aux obligations de sociétés de même qualité
Amélioration du Télos	+75 Points +42 Points +21,5 % +17,0 %	+75 Points +46 Points +28 Points -25 Points de base	3,32 % 1 293,2 1 293,2 163 99,73	Taux de change du dollar-Euro pour échanger une livre sterling contre un dollar
Commerce extérieur en fonction du taux de change	+17 % -3,4 % -2,5 %	+17 % -3,4 % -2,5 %	3,32 % 1 293,2 1 293,2 163 99,73	Taux de change du dollar-Euro pour échanger une livre sterling contre un dollar
Frais-Unis (sur 10 ans)	+58 points +72 points +19 points 2,35 %	+58 points +72 points +19 points 2,35 %	3,32 % 1 293,2 1 293,2 163 99,73	Taux d'emprunt aux Etats-Unis (sur 10 ans)

On s'attend à ce que le programme d'achats de tritres de la Réserve fédérale soit des retombées légères sur la croissance au Canada, car l'impulsion positive sur la croissance dépendra en grande partie de deux facteurs : la croissance des dépenses publiques et la croissance de l'investissement dans les exportations canadiennes vers les Etats-Unis, grâce à l'effacement du déficit budgétaire américain derrière aussi stimuler l'économie si le fait qu'il vise surtout à réviser la convention bilatérale sur le Canada.

de 0,2 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012. Globalement, les mesures d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire mises en œuvre devraient faire augmenter le taux de croissance du PIB américain respectivement de 1,0 et de 0,3 point de pourcentage en 2011 et

Les exportations canadiennes étais principalement constituées de produits de base non énergiebutés tels que les biens d'équipement, les semi-produits aux ventes des dépenses d'investissement et les marchandises qu'à celles des dépenses de consommation.

change d'ordre E-U, pourriez-en renforcer du commerce extérieur,

alors que l'Union européenne devrait être au contraire une source de croissance pour les Etats-Unis et la Banque mondiale.

Le deuxième point concerne le rôle des Etats-Unis dans le monde. L'Amérique du Nord devrait être la principale force motrice de l'économie mondiale dans les années à venir.

Le troisième point concerne la nécessité d'adopter une politique commerciale plus ouverte et moins protectionniste. Cela devrait permettre de créer de nombreux emplois et de stimuler l'innovation et la compétitivité des entreprises américaines à l'international.

Enfin, il est important de renforcer les institutions internationales telles que l'OMC et le FMI, afin de garantir un environnement stable et prédictible pour les investissements et les échanges mondiaux.

Le Canada a augmenté ses prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada à 14 % depuis la sortie du Rapport en octobre (Graphique 6). Compte tenu principalement de la solide demande de la Banque du Canada et du fait de certains facteurs saisonniers mais, étant donné l'offre abondante, il s'est déroulé sur les marchés canadiens un ralentissement dans les ventes de 26 %. Les cours du gaz naturel se sont accrus de 12 % en raison de la demande mondiale plus élevée de pétrole brut et d'une baisse des stocks, alors que le prix des produits de base non énergétiques ont crû de près de 11 % depuis la publication du Rapport en octobre, étant donné les gains substantiels.

L'indice des prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada a augmenté de 14 % depuis la sortie du rapport en octobre.

Dans la zone euro, le PIB a croîtu de 1,4 % en termes réels au troisième trimestre de 2010, et les indicateurs disponibles font état d'une expansion modeste de 2010, mais la croissance reste faible dans les pays du cœur de l'Europe, en particulier l'Allemagne. Dans les économies développées, toute assise robuste au quatrième trimestre, concurrence dans les marchés financiers accrue connaît la dette souveraine et le secteur bancaire, ainsi que par le manque de compétitivité.

Note technique 1. Comme on s'y attendait au moment de la publication du Rapport d'octobre, la Réserve fédérale a annoncé une deuxième base d'assouplissement quantitatif en novembre. En outre, le gouvernement américain a promulgué une loi en décembre prévoyant la mise en œuvre d'importants nouveaux stimulus budgétaires au cours des deux prochaines années.

Vers la fin de l'année, les autorités américaines ont adopté de nouvelles mesures de relance, en raison de la faiblesse prononcée du marché du travail et du plancher historique atteint par l'inflation fondamentale aux États-Unis et dans la plupart des économies occidentales. Ces dernières mesures de relance, en raison de la faiblesse prononcée du marché du travail et du plancher historique atteint par l'inflation fondamentale aux États-Unis et dans la plupart des économies occidentales. Ces dernières

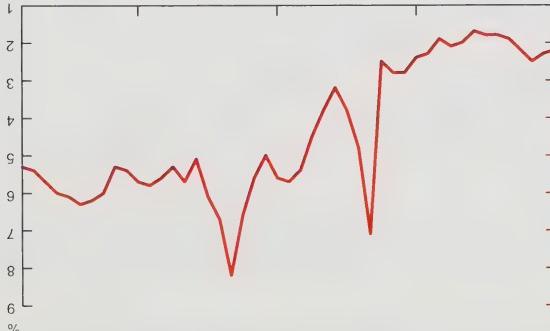
mesures ont adopté de nouvelles mesures de relance.

Sources : Bureau du recensement des États-Unis
et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : 2010:3



Graphique 5 : Le niveau élevé de logements inoccupés aux États-Unis continue de baisser l'inégalement résidentiel des logements, données trimestrielles

Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis
Dernière observation : novembre 2010



Graphique 4 : Le taux d'épargne des ménages américains demeure à un niveau

qui cadre avec une reconsécration graduelle de leur richesse

Taux d'épargne (en pourcentage du revenu disponible), données mensuelles

Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

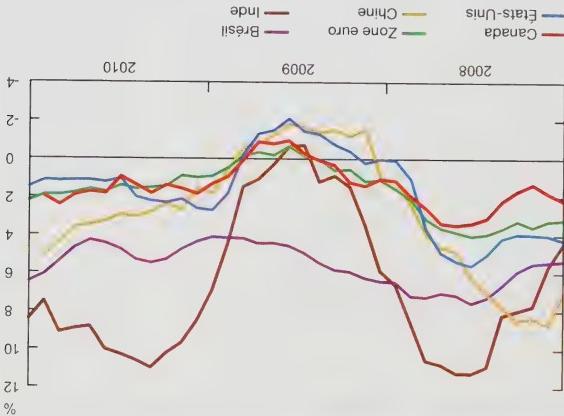
L'Université de Montréal a été fondée en 1878 et a obtenu son statut d'université en 1887.

L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est fortement rapproché du deuxième semestre de 2010, retardant la reprise attendue du secteur du logement. L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est fortement rapproché du deuxième semestre de 2010, retardant la reprise attendue du secteur du logement. L'investissement résidentiel recent des brides par un niveau élevé de logements inoccupés, le resserrement récent des normes d'octroi de prêts hypothécaires par les banques et le relèvement des taux de ces prêts (**Graphe 5**). La lenteur du processus de saisie immobilière décalant de vives dépréciations aussi de retarder l'ajustement du marché de l'habitation.

Même si les investissements des entreprises dans la construction ont pour- suivi leur baisse au troisième trimestre, les indicateurs récents donnent à penser qu'ils ont presque touché leur creux. Par contre, les investissements durant la récession, car les entreprises se sont empêtrées à remplacer le capital qui était déprécié alors qu'il améliorait la productivité. Le rythme de progression des exportations s'est vivement accéléré au deuxième semestre de 2010, grâce à la demande vigoureuse dans les économies émergentes, la dépréciation du dollar E.-U., pendant la dernière année et les solides gains réalisés au chapitre de la productivité.

Les dépenses de consommation et d'une basse notable, mais temporaire, des importations de pétrole. La vigueur de la consommation au quatrième trimestre a été allumée par une poussée des dépenses en biens durables, en particulier les véhicules automobiles. Même si le taux d'épargne des ménages a légèrement reculé, il demeure néanmoins à un niveau compatible avec la reconstitution des biens de ceux-ci à moyen terme (*Grafique 4*). Les conditions sur le marché américain du travail restent difficiles, du fait que le secteur tenu des emplois perdus durant la récession ont été recrutés à nouveau dans certains secteurs, mais avec un taux de chômage de longue durée qui dépasse toujours les sommets de l'après-guerre.

Notes: Ces centres de recherche ont été créés pour soutenir la recherche dans les domaines de l'agroalimentaire et de l'industrie manufacturière. Ils sont financés par l'Etat et les entreprises privées. Les recherches menées dans ces instituts sont axées sur l'amélioration de la productivité et la qualité des produits manufacturiers.



développée ; 3. Les pressions inflationnistes résultent d'erreurs dans les grandes économies avancées mais s'intensifient dans bon nombre d'économies émergentes

Taux de variation en glissement annuel de l'IPI global, donnees mensuelles

Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une politique de taux d'intérêt négatif de 0,1 %, au lieu de la cible de 0,0 à 0,25 % qu'elle visait jusqu'à là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une taux de 0,1 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon.

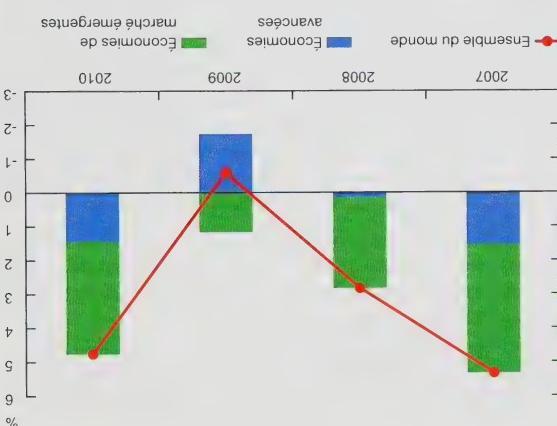
Dernière observation : 14 janvier 2011



Graphique 2 : Les taux directeurs démentent à des creux historiques dans la plupart des économies avancées

Source : Fonds monétaire international

Nota : Les taux de croissance pour 2010 sont des estimations du Fonds monétaire international.



Graphique 1 : Les économies de marché émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

Contribution à la croissance du PIB mondial, données annuelles

Le PIB américain a cru à un taux annuelisé de 2,6 % en termes réels au troisième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion aurait atteint 3,7 % au quatrième trimestre, du fait d'un redressement des

Rapport d'octobre. Par contre, les pressions inflationnistes s'intensifient dans de nombreuses économies émergentes en réaction à la demande excédentaire.

modérées (Graphique 3). Aux États-Unis, l'inflation fondamentale des prix à la consommation a touché des planchers records depuis la publication du Rapport d'octobre. Par contre, les pressions inflationnistes s'intensifient dans de nombreuses économies émergentes en réaction à la demande excédentaire.

L'Économie mondiale

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide.

La réprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide qu'en ne l'entrevoit dans le Rapport sur la politique monétaire d'octobre. Aux Etats-Unis, la demande privée s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. Le dynamisme dans les économies de marché émergentes a été favorisé par une augmentation marquée des dépenses de consommation et d'investis- ments et par la vigoureuse persistance des exportations. L'activité économique dans les zones euro a aussi été légèrement plus vive que prévu.

La période mondiale continue toutes forces d'être attrayante pour certains détails toutefois les redéfinitions des leviers d'en- de modérer la croissance dans beaucoup de économies avancées. L'assainis- ement des bilans en cours et la faiblesse du marché du travail finiraient le redressement des dépenses des ménages. L'assainis- sement pays d'Europe, l'assassinissement budgétaire plus énergique et de nouvelles craintes quant aux bilans des banques devant la hausse. Les efforts qu'elles déploient pour éviter la perte de certains investissements dans certains cas par un manque de volonté sont aussi limitée. L'expansion. Bon nombre d'économies émergentes sont, pour leur part, aux prises avec une demande excédentaire et qui ont été à la hauteur. Les pressions sont compliquées dans certains cas par la hausse. Les efforts qu'elles déploient pour éviter la perte de certains investissements dans certains cas par un manque de volonté sont aussi limitée.

Aux Etats-Unis, magie de la rapidité du marché du travail, l'activité économique gagne en vigueur.

La croissance mondiale a maintenu son rythme d'expansion au deuxième trimestre de 2010 à afficher un dynamisme légerement plus grand qu'en-
septembre, à la faveur du redressement des dépenses de consommation et
d'une amélioration de la confiance des ménages. La croissance est également demeurée en
croissance, en dépit des préoccupations accrues sur l'évolution de la dette souveraine
et des émissions de titres publics. Les pays émergents ont continué leur expansion, malgré une
ralentissement de la croissance mondiale. Au contraire, l'expansion a continué dans les économies
plus avancées, mais à un rythme moins soutenu que dans les économies émergentes.
L'activité économique mondiale a continué de progresser au troisième trimestre, mais à un rythme moins
fort que lors des deux derniers trimestres. Les économies émergentes ont contribué à ce ralentissement,
mais les économies développées ont également joué un rôle important. Les économies émergentes ont contribué à ce ralentissement, mais les économies développées ont également joué un rôle important. Les économies émergentes ont contribué à ce ralentissement, mais les économies développées ont également joué un rôle important. Les économies émergentes ont contribué à ce ralentissement, mais les économies développées ont également joué un rôle important.

L'evolution récente

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques en matière d'inflation demeurent élevés. Il existe deux principaux risques à la baisse présent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses du secteur canadien des ménages, dues à la base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages.

Deux principaux risques à la baisse présent sur les perspectives d'inflation, des ménages canadiens soient plus faibles qu'anticipé. De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives de évolution de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 18 janvier 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel des comptes demeure à 1 1/4 %, et le taux de remunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détentte monétaire considérable, comparable avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante au Canada. Toute nouvelle réduction du degré de détentte monétaire devra être évaluée avec soin.

La demande intérieure prévise aux Etats-Unis s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. La croissance dans l'Union européenne a aussi été légèrement plus vigoureuse qu'en Europe. Les détails actuels possèdent la situation financière des pays souverains et des bandes relativement à la reprise sur le continent n'eurent une source considérable d'inquiétude pour les perspectives économiques mondiales. Face à la surchauffe, certaines économies de marché émergentes ont commencé à mettre en place des mesures de politique plus restrictives. Le degré d'efficacité de celles-ci influera sur la trajectoire des cours des produits de base, lesquels ont nettement augmenté depuis la publication du Rapport sur la politique monétaire en octobre, en grande partie sous l'effet de la croissance mondiale et de l'échelle du globe.

Vue d'ensemble

Table des matières

Vale d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
Levolution récente	3
Levolution des marchés financiers mondiaux	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	12
L'activité économique	17
Levolution récente	17
Les estimations des pressions sur la capacité de l'économie	21
L'inflation et la cible de 2 %	22
Les conditions financières au Canada	24
Le taux de change	26
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	26
Le taux de change	26
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	31
La demande globale	35
Les risques entourant les perspectives	35
Notes techniques	
L'évolution récente des politiques monétaires et budgétaires aux États-Unis : incidence sur le Canada	7
La croissance mondiale	9
Les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale	19
La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada	19

Gouvernement, Banque du Canada
13 décembre 2010
Toronto (Ontario)

— Mark Carney

Nous devons accroître notre compétitivité. Une reprise suivant une récession exige une réallocation du capital et de la main-d'œuvre. Lessor des investissements des entreprises qui s'est amorcé l'été dernier ne peut être que le début.

janvier 2011

Rapport sur la politique monétaire

LA STRATÉGIE DE MAITRISE DE LINFLATION AU CANADA*

- La maitrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire connaît une dynamique de l'économie.
- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates par an.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion comparable avec la cible de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comprend des décalages dont la durée est à fois longue et variable; il inclut une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu du siècle.
- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une fourchette de taux de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à plusieurs reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu de l'année fourchette de l'inflation allant de 1 à 3 %.
- Les cibles

Le taux cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu de l'année fourchette de l'inflation allant de 1 à 3 %.

La maitrise de l'inflation et l'économie

- Une bonne partie des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et légumes, et aux modifications fondamentale de l'inflation. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance des impôts indirects, l'IPC à court terme des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
- Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la du Canada.

Le suivi de l'inflation

- Les documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la Revue de la Banque du Canada.

janvier 2011
Rapport sur la
politique monétaire





Monetary Policy Report Summary

January 2011

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 14 January 2011.

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than the Bank had anticipated, although risks remain elevated. Private domestic demand in the United States has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. European growth has also been slightly stronger than anticipated. Ongoing challenges associated with sovereign and bank balance sheets will limit the pace of the European recovery and are a significant source of uncertainty to the global outlook. In response to overheating, some emerging markets have begun to implement more restrictive policy measures. Their effectiveness will influence the path of commodity prices, which have increased significantly since the October Monetary Policy Report (MPR), largely reflecting stronger global growth.

The recovery in Canada is proceeding broadly as anticipated, with a period of more modest growth and the beginning of the expected rebalancing of demand. The contribution of government spending is expected to wind down this year, consistent with announced fiscal plans. Stretched household balance sheets are expected to restrain the pace of consumption growth and residential investment. In contrast, business investment will likely continue to rebound strongly, owing to stimulative financial conditions and competitive imperatives. Net exports are projected to contribute more to growth going forward, supported by stronger U.S. activity and global demand for commodities. However, the cumulative effects of the persistent strength in the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance are restraining this recovery in net exports

Highlights

- The global recovery is proceeding at a somewhat faster pace than previously anticipated.
- The Canadian economy is in a period of more modest growth, and the expected rebalancing of demand is beginning. Real GDP is projected to grow by 2.4 per cent in 2011 and 2.8 per cent in 2012.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity and inflation to the 2 per cent target by the end of 2012.
- On 18 January 2011, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.
- The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced.

and contributing to a widening of Canada's current account deficit to a 20-year high.

Overall, the Bank projects the economy will expand by 2.4 per cent in 2011 and 2.8 per cent in 2012—a slightly firmer profile than had been anticipated in October. With a little more excess supply in the near term, the Bank continues to expect that the economy will return to full capacity by the end of 2012.

Underlying pressures affecting prices remain subdued, reflecting the considerable slack in the

Canadian economy. Core inflation is projected to edge gradually up to 2 per cent by the end of 2012, as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. Total CPI inflation is being boosted temporarily by the effects of provincial indirect taxes, but is expected to converge to the 2 per cent target by the end of 2012.

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks to inflation remain elevated. There are two main upside risks to inflation,

relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures in Canada.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	20	2.9 (2.7)	3.3 (2.3)	3.2 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (1.1)	1.5 (1.7)
Japan ^c	6	4.3 (2.9)	1.4 (1.3)	2.1 (2.3)
China	13	10.4 (10.3)	9.3 (9.0)	8.8 (8.9)
Rest of the world	46	5.7 (5.2)	4.0 (3.6)	3.8 (3.5)
World	100	5.0 (4.7)	4.0 (3.5)	3.9 (3.8)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2010 *Monetary Policy Report*.

c. Real GDP growth in Japan in 2010 was higher than was expected in the October Report, reflecting historical revisions to the national accounts data and stronger-than-projected growth in the third quarter.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012				
		Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)		4.9 (4.9)	5.6 (5.8)	2.3 (2.0)	1.0 (1.6)	2.3 (2.6)	2.5 (2.6)	2.8 (2.3)	3.0 (2.3)	3.0 (2.6)	2.9 (2.7)	2.6 (2.8)	2.5 (2.8)	2.5 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)		-1.1 (-1.1)	2.1 (2.2)	3.4 (3.4)	3.4 (3.6)	2.8 (3.0)	2.0 (2.2)	2.2 (2.3)	2.6 (2.4)	2.8 (2.4)	2.9 (2.5)	2.9 (2.6)	2.7 (2.7)	2.6 (2.8)
Core inflation (year-over-year percentage change)		1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)	1.5 (1.6)	1.6 (1.6)	1.4 (1.5)	1.5 (1.6)	1.6 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)		0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.8 (1.8)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.3 (2.2)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)		0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.9 (1.7)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)		76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (76)	85 (82)	91 (84)	93 (86)	95 (87)	95 (87)	95 (88)	95 (88)	95 (88)	95 (89)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

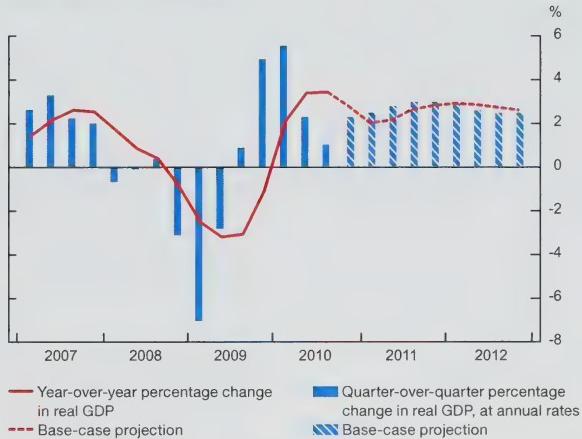
and financial stability issues in a number of countries will be required.

The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 18 January 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight

rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of significant excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

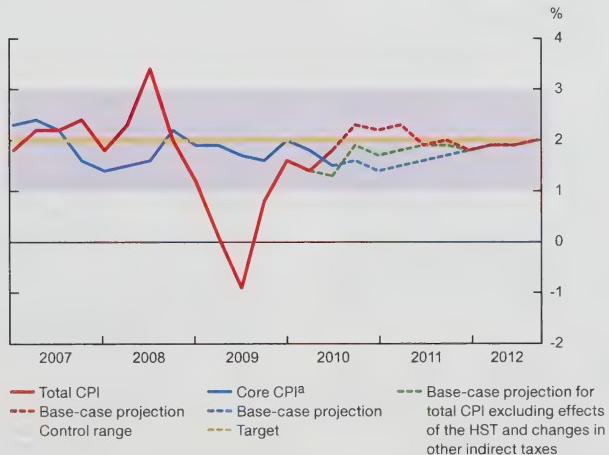
Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information

Annual Report

A History of the Canadian Dollar

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October. Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca; website: <www.bankofcanada.ca>

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes non comprises.

Le dollar canadien : une perspective historique

Rapport annuel

d'information

Recommandation de la cible de maturité de l'inflation : note

vendredi.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*, Partie tous les vendredis.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*.

Dossiers et documents du gouvernement*

Par semaine.

En juillet et en octobre.

Enquête auprès des entreprises des services, Partie en Janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des entreprises des entreprises, Partie en Janvier, en avril, en juillet et en octobre.

(Voir les renseignements relatifs aux dépendants dans le site Web.)

Revenue de la Banque du Canada, Partie chaque trimestre.

Revenue du système financier, Partie en Juin et en décembre.

en octobre.

Rapport sur la politique monétaire, Partie en Janvier, en avril, en juillet et

en juillet et en octobre.

Sur la situation économique, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.bankofcanada.ca>.

Publications de la Banque du Canada

De plus, les délits auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'inquiétude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la

menages canadiens sont plus flabiles qu'anticipe.

du Canada fait à la possibilité que les dépenses des perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité

deux principaux risques à la base présent sur les

du secteur canadien des menages.

litté d'un dynamisme plus marqué et la possibi-

lité d'un ralentissement des produits de base et la possibi-

lité d'un ralentissement des produits plus marqué au sein

économies mondiales et canadienne, les risques en matière d'inflation démentiront leurs prévisions.

Même si l'amélioration des perspectives relatives aux impôts indirects perçus par les provinces, mais

devrait converger vers la cible de 2 % officielle fin de

2012.

d'ensemblé.

certain nombre de pays nécessiteront une solution

dette souveraine et à la stabilité financière d'un

La Banque estime que les risques qui persistent sur les

perpectives d'évolution de l'inflation sont relativement

marqués. La meilleure

compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 18 Janvier 2011, de maintenir le taux cible de 2 % dans un contexte d'offre de liquidité de 14 %. Cette décision laisse en place un degré de détentrice monétaire considérable, comparable avec celle de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte d'offre de liquidités dans le secteur canadien des menages.

La Banque estime que les risques qui persistent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement faibles. La meilleure amélioration des perspectives relatives aux

menages canadiens devrait être démentie par une offre de liquidité de 14 %. Le taux officiel du secteur canadien des menages.

considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. L'inflation mesurée par l'IPC globale est progressivement remontée à la hausse par les changements temporali-

Les excédentaires dans l'économie se resorbent lentement. Les attentes d'inflation restent bien ancrées. L'infla-

tion mesurée par l'IPC globale est poussée temporaire-

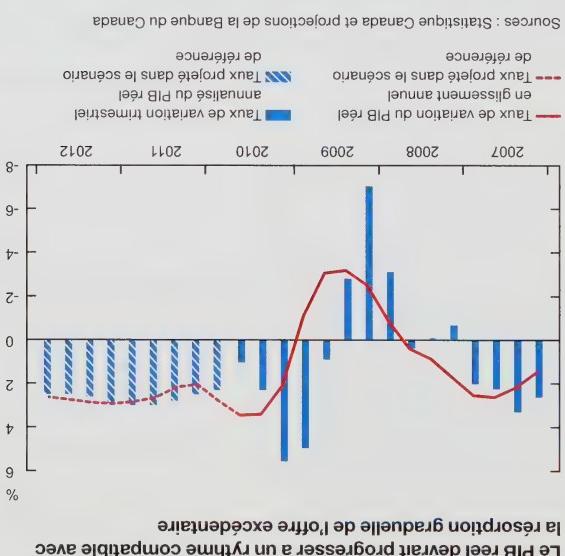
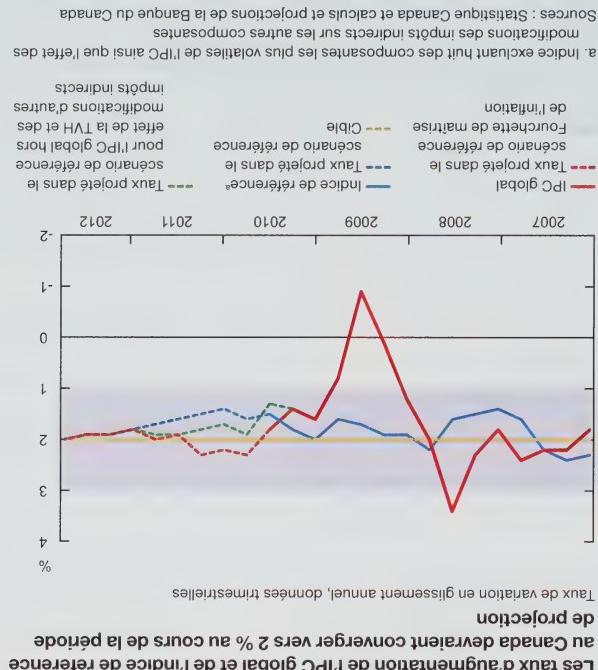
ment à la hausse par les changements apporés à 2 % d'ici la fin de 2012, étant donné que l'offre

d'excédentaire dans l'économie au sein de l'in-

flation mesurée par l'IPC globale est ramenée par l'in-

stance de référence. L'inflation mesurée par l'IPC

globale est progressivement ramenée à 2 % d'ici la fin de 2012, étant donné que l'offre



prononcée à l'avant, à la baseur du regard le regard aux États-Unis et de la haussse de la demande mondiale de produits de base. Toutefois, les effets cumulatifs de la vigueur des perspectives du dollar canadien et de la perte tenue du Canada au chapitre de la production relative resteront des plus importants.

- La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide qu'anticipé
 - L'économie canadienne connaît une période de croissance plus modeste, et le redéfini-
brage atteint la demande s'amorce. Le PIB réel devrait progresser de 2,4 % en 2011
et de 2,8 % en 2012.
 - On prévoit que l'économie canadienne renouera avec son plein potentiel et que l'infla-
tion retournera à la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.
 - Le 18 janvier 2011, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.
 - La Banque estime que les risques qui présentent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Faits saillants

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme des points de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données régulières

au 14 janvier 2011.

janvier 2011

Rapport sur la politique monétaire

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CA1
FN 73
- M 56

Monetary Policy Report

April 2011



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



Monetary Policy Report

April 2011

. . . large and persistent changes in relative prices will encourage substantial structural adjustment in all of our economies. . . . Adjustment is inevitable—and it will be substantial. In general, such changes should not be frustrated, but rather facilitated by policies that enhance economic flexibility. . . . all countries need to maintain price stability in an environment where G-3 monetary policy cannot be expected to lead the global cycle.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
26 March 2011
Calgary, Alberta*

Contents

Overview	1
The Global Economy	3
Recent Developments	3
Developments in Global Financial Markets	9
Outlook for the Global Economy	11
The Canadian Economy	15
Recent Developments	15
Economic Activity	15
Estimated Pressures on Capacity	19
Inflation and the 2 Per Cent Target	21
Canadian Financial Conditions	22
Exchange Rate	24
Outlook for the Canadian Economy	25
Aggregate Demand and Supply	25
The Projection for Inflation	29
Risks to the Outlook	33

Technical Boxes

The Earthquake in Japan	6
The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy	17

Overview

As anticipated in January, the global economic recovery is becoming more firmly entrenched and is expected to continue at a steady pace. In the United States, growth is solidifying, although consolidation of household and ultimately government balance sheets will limit the pace of the expansion.

European growth has strengthened, despite ongoing sovereign debt and banking challenges in the periphery. The disasters that struck Japan in March will severely affect its economic activity in the first half of this year and create short-term disruptions to supply chains in advanced economies. Robust demand from emerging-market economies is driving the underlying strength in commodity prices, which is being further reinforced by supply shocks arising from recent geopolitical events. These price increases, combined with persistent excess demand conditions in major emerging-market economies, are contributing to the emergence of broader global inflationary pressures. Despite the significant challenges that weigh on the global outlook, global financial conditions remain very stimulative and investors have become noticeably less risk averse.

Although recent economic activity in Canada has been stronger than the Bank had anticipated, the profile is largely consistent with the underlying dynamics outlined in January. Aggregate demand is rebalancing toward business investment and net exports, and away from government and household expenditures. As in January, the Bank expects business investment to continue to rise rapidly and the growth of consumer spending to evolve broadly in line with that of personal disposable income, although higher terms of trade and wealth are likely to support a slightly stronger profile for household expenditures than previously projected. In contrast, the improvement in net exports is expected to be further restrained by ongoing competitiveness challenges, which have been reinforced by the recent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank projects that the economy will expand by 2.9 per cent in 2011 and 2.6 per cent in 2012. Growth in 2013 is expected to equal that of potential output, at 2.1 per cent. The Bank expects that the economy will return to capacity in the middle of 2012, two quarters earlier than had been projected in January.

While underlying inflation is subdued, a number of temporary factors will boost total CPI inflation to around 3 per cent in the second quarter of 2011 before total CPI inflation converges to the 2 per cent target by the middle of 2012. This short-term volatility reflects the impact of recent sharp increases in energy prices and the ongoing boost from changes in provincial indirect taxes. Core inflation has fallen further in recent months, in part due to temporary factors. It is expected to rise gradually to 2 per cent by the middle of

This report includes data received up to 8 April 2011.

2012 as excess supply in the economy is slowly absorbed, labour compensation growth stays modest, productivity recovers and inflation expectations remain well-anchored.

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.

Although the global economic recovery is expected to continue at a steady pace, global risks remain elevated. The two main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-projected commodity prices and global inflation, and increased momentum in Canadian household spending. The two main downside risks to inflation relate to headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 12 April 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of material excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

The Global Economy

The global economic recovery is becoming more firmly entrenched and is evolving broadly in line with the Bank's projection in the January *Monetary Policy Report*. In advanced economies, the hand-off from public to private demand is proceeding gradually, while growth in emerging-market countries remains vigorous. Commodity prices have surged since the autumn in response to strong demand, especially from emerging Asia, and have been boosted further more recently by a series of supply disruptions and geopolitical events. Increasing prices for food and energy, combined with persistent excess demand conditions, are exacerbating already elevated inflationary pressures in several emerging-market economies.

Global financial conditions have remained very stimulative, and investors have become noticeably less risk averse, despite the significant challenges that weigh on the global economic outlook. Ongoing efforts to repair household, bank and sovereign balance sheets continue to dampen growth in many advanced economies, and rising commodity prices are leading to higher headline inflation at a time when the recovery still requires considerable policy support. While core European economies have performed somewhat better than expected, some peripheral countries are facing severe banking and sovereign vulnerabilities that could have broader spill-over effects within Europe. Geopolitical tensions in North Africa and the Middle East and the evolving situation in Japan following the devastating earthquake on 11 March are also contributing to global uncertainty.

Recent Developments

Developments since the January *Report* point to firming demand in the major advanced economies and continued robust growth in emerging-market countries. In the United States, real GDP has exceeded its pre-crisis level, supported by continued fiscal and monetary stimulus. Activity has also strengthened in the euro area. In Japan, economic indicators were relatively solid before the Tohoku earthquake caused major destruction and disruptions to the economy. Emerging-market economies remain the main drivers of global economic growth (**Chart 1**).

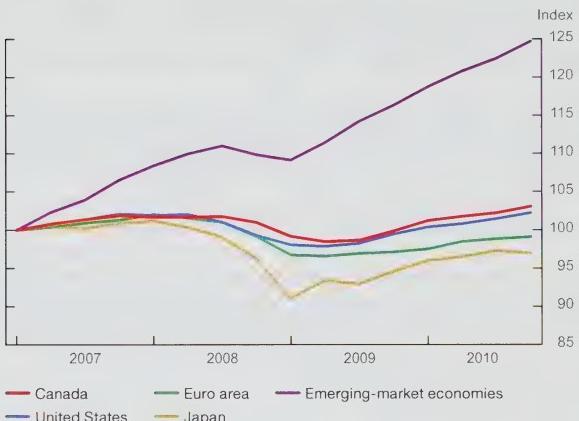
Real GDP in the United States increased by 3.1 per cent in the fourth quarter of 2010. This result was weaker than anticipated in the January *Report*, owing to a substantially smaller contribution from inventories. Growth in real GDP appears to have decelerated in the first quarter, mainly as a result of weaker consumption growth. Despite recent improvements in the labour market, the level of employment is far below its previous peak, and long-term joblessness is at historically high levels (**Chart 2**).

The global economic recovery is becoming more firmly entrenched

Commodity prices have surged since the autumn in response to strong demand, especially from emerging Asia

Chart 1: Emerging-market economies continue to drive global economic growth

Real GDP, 2007Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau and International Monetary Fund

Last observation: 2010Q4

U.S. consumption has been underpinned by fiscal stimulus and more favourable financial positions

Since the beginning of the year, U.S. consumption has been underpinned by fiscal stimulus and more favourable financial positions. Household borrowing conditions have improved, debt-servicing costs have declined and higher equity prices have provided support to household wealth (**Chart 3**). Savings rates have remained elevated, consistent with the need for further deleveraging and balance-sheet repair.

The U.S. housing market is acutely challenged. Housing demand remains very weak, constrained by soft labour market conditions and elevated uncertainty about future real estate values. Non-residential construction has also been soft.

Growth in U.S. economic activity has been supported by continued solid growth in investment in machinery and equipment and a rebound in exports. Investment in equipment and software has been underpinned by strong corporate balance sheets and improved market financing conditions, while the strength in exports has been driven by the recovery in global demand, a depreciation of the U.S. dollar and strong productivity growth.

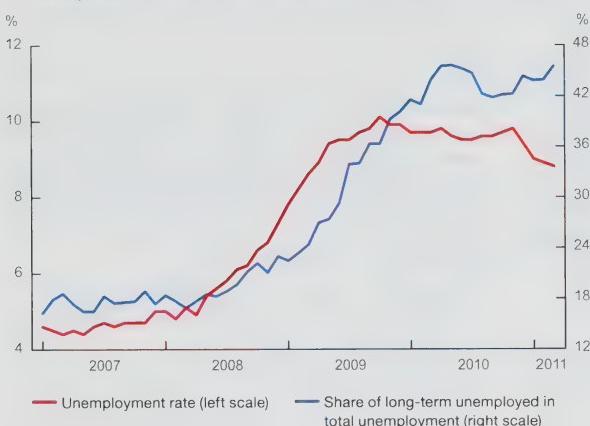
In the euro area, real GDP grew modestly in the fourth quarter of 2010 as bad weather disrupted activities in the construction sector. Indicators for the first quarter point to a rebound in growth, especially in the core economies, as a result of stronger domestic demand and continued solid increases in exports. Economic fundamentals in the peripheral economies remain much weaker than in the core countries, reflecting the increased drag from fiscal austerity measures and ongoing concerns about sovereign debt levels and bank balance sheets. In Germany, the unemployment rate stands at its lowest level in the past two decades, while unemployment rates in Spain and Greece are at, or near, record highs.

Real GDP in Japan declined in the fourth quarter of 2010, reflecting in part the expiration of tax incentives. Growth had resumed in the first two months of 2011, before the disruptions caused by recent events led to severe output losses that will persist in coming quarters (**Technical Box 1**).

Economic fundamentals in the peripheral economies of the euro area remain much weaker than in the core countries

Chart 2: Long-term joblessness remains elevated in the United States

Monthly data

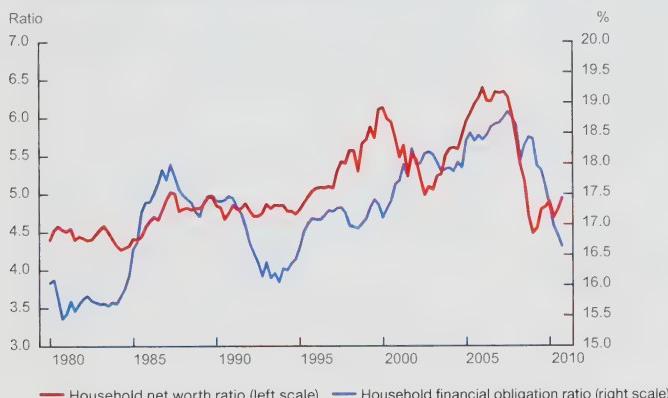


Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Last observation: March 2011

Chart 3: The U.S. household financial position has improved

Relative to disposable income, quarterly data



Source: U.S. Federal Reserve Board

Last observation: 2010Q4

Economic growth in China has continued to surprise on the upside, and there are signs of overheating. Inflationary pressures are rising, real estate investment is exceptionally strong, and concerns over elevated property prices and excessive liquidity are mounting. Authorities have taken additional measures over the past three months in an effort to suppress these price pressures. They have raised the reserve requirement ratio for financial institutions by a total of 100 basis points, bringing it to 20 per cent for large institutions, and have increased the benchmark one-year deposit rate by 50 basis points to 3.25 per cent.¹ However, with inflation close to 5 per cent on a year-over-year basis, real interest rates in China are still negative. Credit is growing by close to 20 per cent on a year-over-year basis.

Economic growth in China has continued to surprise on the upside

¹ At the end of January, authorities in China also announced a third round of tightening measures aimed at the property sector.

The Earthquake in Japan

The earthquake that occurred off the northeastern coast of Japan on 11 March 2011 triggered a tsunami that killed or severely injured thousands of people and caused unprecedented damage to housing and infrastructure. In addition, utility outages, transportation disruptions and radiation leaks at the Fukushima Daiichi nuclear power plant have had a massive impact on the regional economy, with significant repercussions for the rest of the country.

Current estimates suggest that the physical damage could be equivalent to between 4 and 6 per cent of Japan's GDP. Much more difficult to gauge, however, is the potential magnitude of the second-round economic effects. Several uncertainties persist. First, the loss of the capacity to generate electricity has led to rolling blackouts across the country. Estimates suggest that it may be several months before the energy supply can be fully restored, with adverse consequences for industrial producers and households. Second, some plants in the earthquake-affected region produce specialized components, such as auto parts, electronics or telecommunications equipment. Without viable alternative sources of supply, the tight integration of global supply chains implies that production or sales in other countries may be negatively affected. Third, the situation at the nuclear power plant remains precarious.

The Bank of Japan injected substantial liquidity into the financial system to support its functioning following the earthquake, and announced additional monetary easing measures totalling 22 trillion yen, roughly equivalent to 5 per cent of Japan's GDP. New fiscal initiatives will stimulate the economy and provide funds

for reconstruction. In addition, in response to disorderly movements in the yen, excess volatility, and potential adverse implications for economic and financial stability, the G-7 countries jointly intervened in the foreign exchange market on 18 March at the request of the Japanese authorities. Financial conditions have since stabilized.

The disaster in Japan affects other economies through trade and financial linkages, as well as commodity prices. The Japanese economy is the world's third largest.¹ Since the earthquake, there have been supply disruptions for auto manufacturers in Canada and elsewhere, resulting in reduced production and hours worked at assembly plants.² This is projected to reduce the growth in the Canadian economy in the second quarter by about half a percentage point, with that lost activity likely to be recovered in subsequent quarters (**Table 3**). Looking ahead, once reconstruction efforts begin, they will boost Japanese growth and global demand for commodities. This assessment suggests a relatively moderate impact on the global economy for the year as a whole.

Considerable uncertainties remain, however. Disruptions to global supply chains could be more severe than initial assessments suggest, if power outages persist or delays in repairing Japan's damaged infrastructure affect global trade flows. The Bank will closely monitor the situation in the coming months.

¹ Japan's weighting is about 6 per cent of the global economy.

² For example, on 30 March, Honda announced that it will reduce its Canadian auto production from about 700 units per day to 300 units, owing to a shortage of parts from Japan.

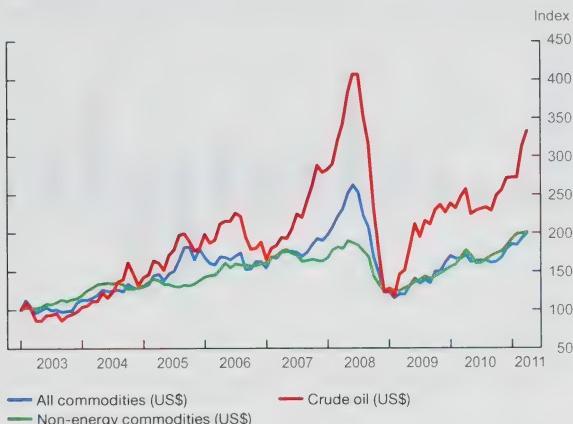
Prices for 18 of the 23 main components of the Bank of Canada's commodity price index are above their real long-term averages

Global commodity prices are elevated, driven by strong demand and a series of supply shocks (**Chart 4**). Prices for 18 of the 23 main components of the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) are above their real long-term averages. Crude oil prices have surged in response to the unrest in North Africa and the Middle East, and prices for many non-energy commodities have reached record highs. Much of the increased demand for energy in recent years has come from emerging-market economies, principally those in Asia (**Chart 5** and **Chart 6**). Agricultural prices have also been boosted by strong demand from emerging Asia and, more recently, by adverse weather conditions, pushing them to new record highs. Metals prices are also hovering near record highs, supported by robust demand from China and a shortage of global mining capacity.²

² The prices of some commodities produced in Canada have not increased as sharply. Prices for natural gas, which are determined in the regional North American market rather than in the global market, have fallen by about 10 per cent since the January Report, partly reversing the temporary sharp increase of the prior few months that had been caused by unseasonably cold weather.

Chart 4: Global commodity prices are elevated

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



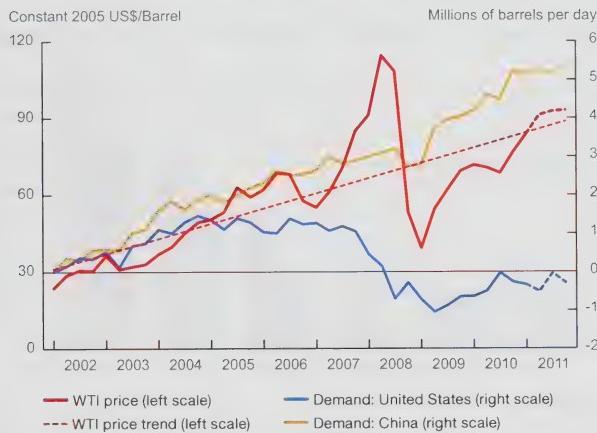
Note: Values in April 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 8 April 2011.

Source: Bank of Canada

Last observation: April 2011

Chart 5: Demand from China is having a strong impact on oil prices

Cumulative marginal oil demand since 2002, quarterly data



Sources: International Energy Agency, International Monetary Fund and the U.S. Bureau of Economic Analysis

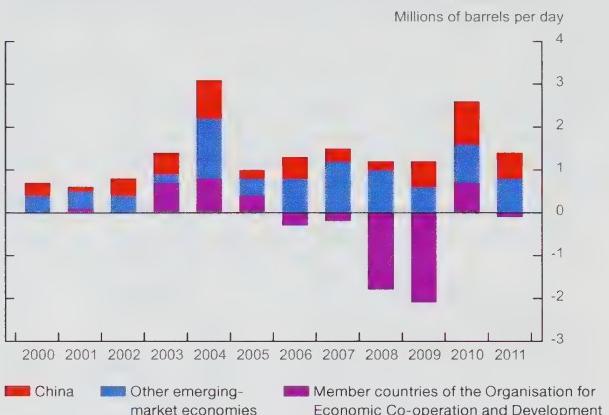
The rise in commodity prices has pushed up total inflation in both advanced and emerging-market economies (**Chart 7**). These effects are expected to persist in 2011. Inflationary pressures are building particularly rapidly in emerging-market economies, reflecting the large share of food items in their CPI basket, their energy-intensive production processes and excess demand conditions more generally.³ While policy-makers in many emerging-market economies have responded by raising interest rates and applying other restrictive measures, monetary policy in many of these countries

Inflationary pressures are building particularly rapidly in emerging-market economies

³ The share of food items in the CPI basket is 17 per cent in Canada, 14 per cent in the United States, 23 per cent in the euro area, 30 per cent in Mexico, 32 per cent in China and 38 per cent in Russia.

Chart 6: Emerging-market economies are driving growth in global oil demand

Marginal contributions to growth in global oil demand, annual data

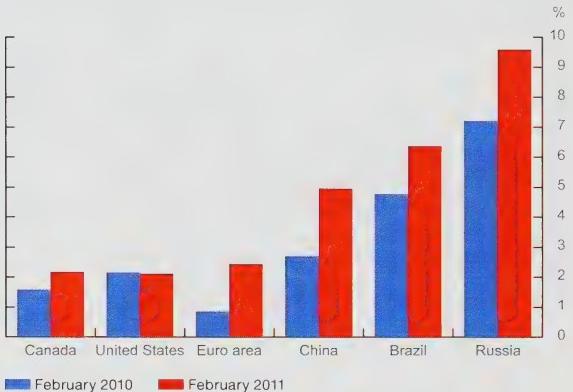


Note: Data for 2011 comprise International Energy Agency forecasts. Members of the Organisation for Economic Co-operation and Development are advanced countries.

Source: International Energy Agency

Chart 7: Rising commodity prices are putting upward pressure on headline inflation

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, the People's Bank of China, Brazilian Institute of Geography and Statistics and Russian Federal State Statistics Service (formerly Goskomstat)

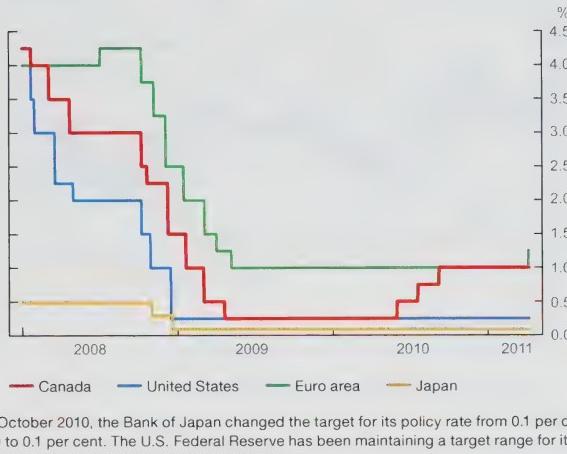
Last observation: February 2011

remains very accommodative. In most advanced economies, policy rates have stayed at or near historic lows as a result of excess supply conditions and subdued underlying inflation pressures (**Chart 8**). However, owing to the effects of increasing commodity prices, policy-makers in some advanced countries now face the challenge of rising headline inflation at a time when unemployment rates remain high and excess capacity persists.

Monetary policy in many emerging-market economies remains very accommodative

Chart 8: Policy rates remain at or near historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 8 April 2011

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets continue to be very stimulative, although volatility has risen recently. Government bond yields in major advanced economies are little changed from their levels at the time of the January Report and remain very low by historical standards (**Chart 9**). Concerns over the potential effects of growing tensions in North Africa and the Middle East and the impact of the earthquake and nuclear crisis in Japan have been counterbalanced by increased optimism about the outlook for global growth and rising investor confidence. Worries nevertheless persist about the high debt levels of some European sovereigns and the state of their banking sectors. There is increased differentiation in European debt markets, with some borrowers effectively shut out (**Chart 10**). To date, there has been little spillover into other European countries.

Corporate credit markets in advanced economies continue to experience strong demand, with credit spreads narrowing further and corporate bond issuance reaching new highs. Interest rates on high-yield corporate debt issued in U.S. dollars are currently at an all-time low, reflecting robust demand and an increased appetite for risk (**Chart 11**). Equity prices have also risen in advanced economies since the January Report, in some cases breaching previous peaks, but are basically unchanged in emerging-market countries.

Many emerging-market economies have experienced strong upward pressure on their currencies, reflecting both their strong economic performance and their positive interest rate differentials with respect to advanced countries. The required adjustment in real exchange rates is being delayed, however, through increased use of intervention and capital controls.

Conditions in global financial markets continue to be very stimulative

Chart 9: Yields on government bonds in major advanced economies are little changed since the January Report

Yields on 10-year government bonds, daily data

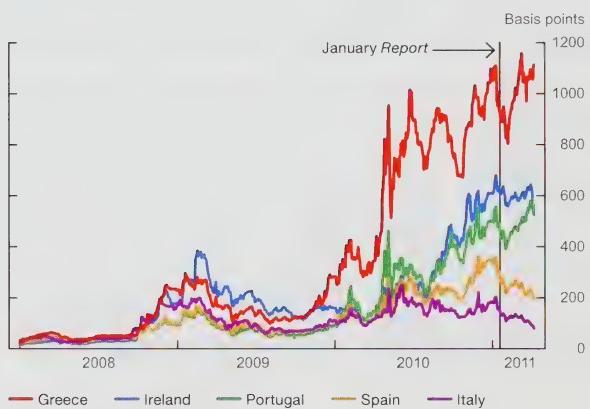


Source: Bloomberg

Last observation: 8 April 2011

Chart 10: Markets are increasingly differentiating between European sovereign credits

Spreads on 5-year sovereign credit default swaps, daily data

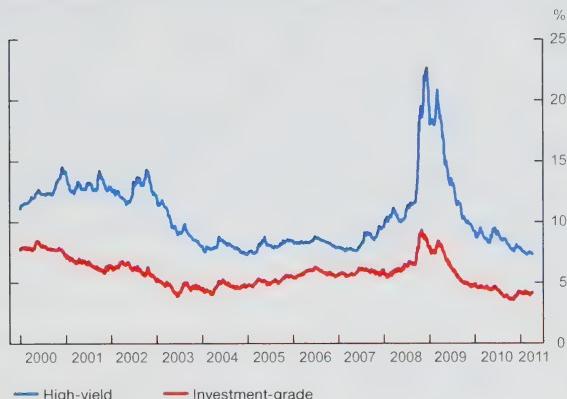


Source: Markit

Last observation: 8 April 2011

Chart 11: Yields on corporate debt are at historically low levels, reflecting continued strong investor demand

Yields on corporate debt issued in U.S. dollars, daily data



Source: Bank of America Merrill Lynch

Last observation: 8 April 2011

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is projected to proceed at a steady pace over 2011–13, largely as expected in the January Report (**Table 1**).⁴ Growth in private domestic demand in advanced economies is expected to broaden over the projection horizon. Robust demand from emerging-market economies is driving the underlying strength in commodity prices, which is being further reinforced by supply shocks arising from recent geopolitical events. These price increases, combined with persistent excess demand conditions in major emerging-market economies, are contributing to the emergence of broader global inflationary pressures.

U.S. real GDP is expected to grow by roughly 3 per cent through 2013, a marginally lower profile for growth than in the January Report. A gradual strengthening and broadening of private demand is expected to support the U.S. economic expansion over the projection horizon. Higher energy prices are projected to slightly reduce the pace of household expenditure growth. Fiscal policy will continue to be an important driver of growth in 2011, but will become a net drag in 2012 as fiscal consolidation takes hold.

Gradually improving conditions in labour markets are expected to sustain the growth of U.S. consumption over the projection horizon, in spite of the dampening effects of higher oil prices and the ongoing rebuilding of household balance sheets. Temporary tax reductions that were announced late last year will also provide a significant boost to consumption in 2011.

Business investment in equipment and software is projected to grow solidly through 2013, driven by the low cost of capital, firms' healthy balance sheets and the overall improvement in economic conditions. In contrast, only a modest recovery in the construction of new homes and non-residential structures is anticipated over the projection horizon.

The global economic recovery is projected to proceed at a steady pace over 2011–13

U.S. real GDP is expected to grow by roughly 3 per cent through 2013

⁴ As is customary in the April issue of the *Monetary Policy Report*, the projection horizon has been extended by one year, in this case to 2013.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	2.9 (2.9)	3.0 (3.3)	3.2 (3.2)	3.3
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.8 (1.5)	1.7 (1.5)	2.3
Japan ^c	6	4.0 (4.3)	0.8 (1.4)	2.6 (2.1)	2.5
China	13	10.3 (10.4)	9.3 (9.3)	8.6 (8.8)	8.1
Rest of the world	46	5.5 (5.7)	4.3 (4.0)	3.8 (3.8)	3.6
World	100	4.9 (5.0)	4.1 (4.0)	3.9 (3.9)	3.9

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009. Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2011 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

c. Owing to historical revisions to the first three quarters of 2010, the growth rate of GDP in Japan for that year is lower than projected in the January *Report*.

In the euro area, real GDP is expected to increase by about 1.8 per cent through 2011–12

Growth is projected to slow markedly in Japan in 2011

Along with the sustained recovery in private demand, net exports are expected to provide increasing support to U.S. economic growth over the projection horizon, owing to strong external demand for U.S. goods and services.

In the euro area, real GDP is expected to increase by about 1.8 per cent on an average annual basis through 2011–12. Growth in domestic demand will be constrained by the effects of fiscal consolidation, lingering concerns about public finances in the peripheral countries and higher oil prices. However, net exports are projected to contribute significantly to growth in economic activity, supported by robust demand in China and other trading partners. In 2013, real GDP growth is expected to rise to 2.3 per cent as the important drag from fiscal austerity measures starts to fade.

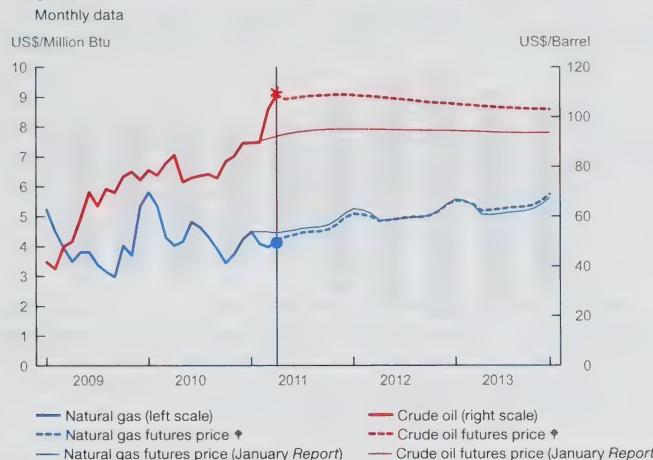
Growth is projected to slow markedly in Japan in 2011, reflecting the unwinding of fiscal incentives, the earlier appreciation of the yen and the drop in output stemming from the damage caused by the earthquake. Growth in the Japanese economy in 2011 has been reduced to 0.8 per cent in the Bank's latest projection. Over 2012–13, growth is expected to recover, owing to reconstruction activity, as well as a gradual strengthening in private demand, supported by improving labour market conditions.

In China, further monetary and credit tightening and higher commodity prices are projected to moderate growth over 2011–13. A modest rotation of domestic demand toward consumption and away from investment is anticipated, facilitated by the introduction of new structural policy measures that should lessen the need for precautionary savings.⁵ Growth in net exports is expected to slow over the projection period in response to an appreciation of the Chinese real effective exchange rate.

Growth in other emerging-market economies is also projected to moderate through 2013, in response to the somewhat slower growth in China, the unwinding of the fiscal stimulus introduced during the recession, tighter monetary policy in reaction to heightened inflationary pressures and an anticipated modest appreciation of their real exchange rates.

5 In the 2011 annual "Report on the Work of the Government," the Chinese authorities indicate that they will significantly increase spending on public housing, public health care, education reform and social security.

Chart 12: Oil prices are expected to remain roughly unchanged, but natural gas prices are projected to increase through 2013



* Spot price for crude oil (8 April 2011)

• Spot price for natural gas (8 April 2011)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 8 April 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in April 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 8 April 2011.

Source: NYMEX

The Bank of Canada's commodity price index is expected to remain above the levels anticipated in the January Report, owing to higher prices for oil and non-energy commodities. Based on the latest futures curve, West Texas Intermediate (WTI) oil prices are projected to remain in the US\$103 to \$109 range (**Chart 12**). Natural gas prices, as suggested by the latest futures curve, are projected to rise modestly, as demand shifts away from oil toward other energy sources. Prices are nevertheless expected to remain low relative to their historical relationship with oil prices over the projection horizon, with the excess supply from shale production helping to contain price increases. Prices for non-energy commodities are anticipated to increase moderately over the rest of 2011, reflecting the lingering effects of tight supply conditions on the prices of metals and agricultural products. Thereafter, the prices of non-energy commodities are expected to decline in response to a gradual increase in metals production, the normalization of crop yields and some deceleration in demand from emerging-market economies.

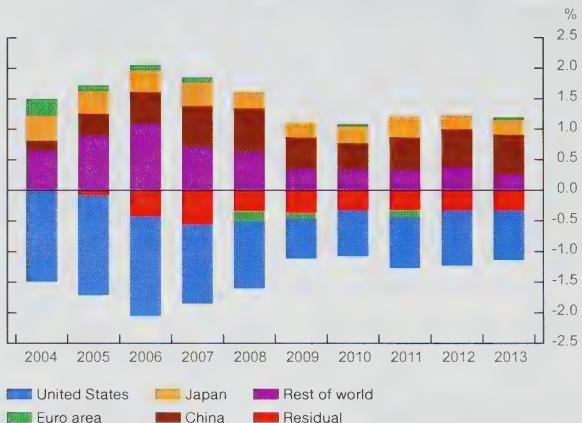
The Bank's base-case scenario suggests that global imbalances will remain large through 2013 (**Chart 13**). Although actions taken by some emerging-market authorities to limit the nominal appreciation of their exchange rates will delay the resolution of these imbalances, rising inflation rates in some of these countries are pushing their real exchange rates higher (**Chart 14**). In the United States, the anticipated fiscal consolidation should lead to increased national savings, but the negative effect of higher oil prices on the terms of trade is expected to delay the improvement in the current account balance. Elevated commodity prices, in contrast, should strengthen the current account balances of commodity-producing countries, which, as a group, already enjoy a large current account surplus.

The Bank of Canada's commodity price index is expected to remain above the levels anticipated in the January Report

The Bank's base-case scenario suggests that global imbalances will remain large through 2013

Chart 13: Global imbalances are projected to remain large through 2013

Current account balance as a percentage of world GDP, annual data

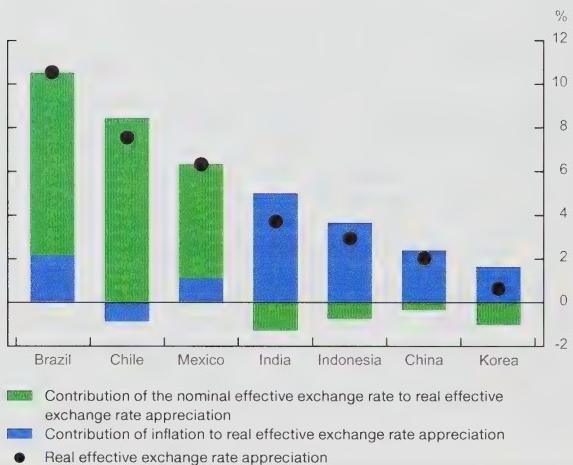


Note: The residual represents the statistical error and has been kept constant at its last historical value over the projection period.

Sources: International Monetary Fund and Bank of Canada projections

Chart 14: Rising inflation rates in some Asian economies are contributing to the appreciation of their real effective exchange rates

Change from February 2010 to February 2011



Source: Bank for International Settlements

The Canadian Economy

Economic activity in Canada has been stronger in recent quarters than the Bank had expected in the January Report. A more modest pace of growth is projected in the period ahead, reflecting the broad economic forces identified in the January Report. The expected rebalancing of aggregate demand in Canada has begun, with investment picking up strongly and contributions to growth from government expenditures scheduled to fade. Household spending has shown greater-than-expected momentum in recent quarters. The Bank continues to expect growth in consumption and residential investment to slow over the projection horizon, although the supportive effects of higher terms of trade on incomes and wealth point to a slightly stronger profile than previously anticipated. The improvement in net exports anticipated in the January Report has occurred more quickly than expected, but further improvement will likely be restrained by the persistent strength in the Canadian dollar and a slightly lower profile for U.S. growth than had previously been projected.

While underlying inflation is subdued, a number of temporary factors will boost total CPI inflation to around 3 per cent in the second quarter of 2011 before total CPI inflation converges to the 2 per cent target by the middle of 2012. This short-term volatility reflects the impact of recent sharp increases in energy prices and the ongoing boost from changes in provincial indirect taxes. Core inflation has fallen further in recent months, in part due to temporary factors. It is expected to rise gradually to 2 per cent by the middle of 2012 as excess supply in the economy is slowly absorbed, labour compensation growth stays modest, productivity recovers and inflation expectations remain well anchored.

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.

Recent Developments

Economic Activity

Real GDP in Canada grew at an annual rate of 3.3 per cent in the fourth quarter of 2010, and is estimated to have picked up further to 4.2 per cent in the first quarter of 2011. This has been a stronger rebound than was expected at the time of the January Report, reflecting stronger exports and consumption. Higher commodity prices have resulted in large increases in Canada's terms of trade, leading to renewed strong growth in real gross domestic income (GDI) (**Chart 15** and **Technical Box 2**).

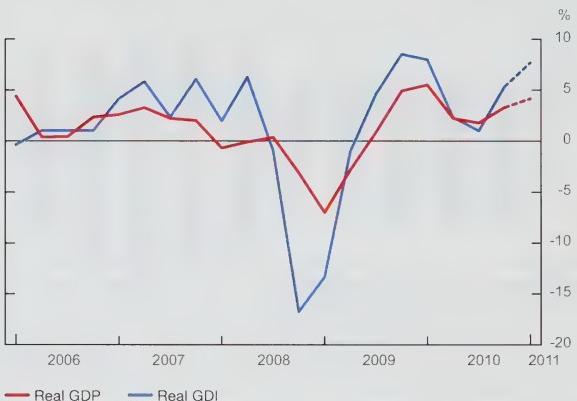
Economic activity in Canada has been stronger in recent quarters than the Bank had expected in the January Report

The expected rebalancing of aggregate demand in Canada has begun

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy

Chart 15: Growth in Canadian real gross domestic income has been noticeably greater than that of real GDP recently, owing to significant gains in the terms of trade

Quarterly growth at annual rates

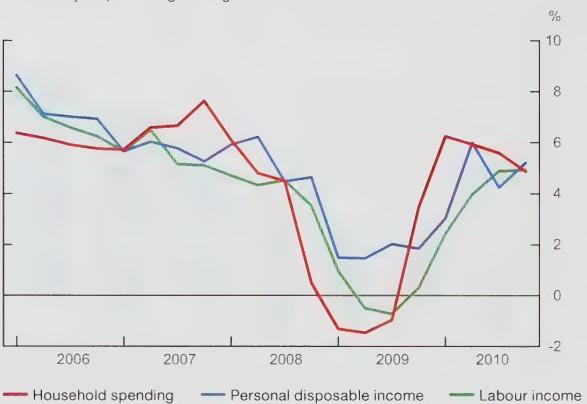


Note: Numbers for 2011Q1 are Bank of Canada estimates.

Source: Statistics Canada

Chart 16: Household spending has been moving more in line with the growth in household income

Year-over-year percentage change



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

Household spending has moved more in line with the growth in household incomes

Household spending has moved more in line with the growth in household incomes. In the fourth quarter, rapid growth in consumption was consistent with a strong increase in disposable income (Chart 16), leaving the savings rate little changed at 4.0 per cent. While the strong growth in disposable income in the last quarter of 2010 was supported by an improving labour market, it also received a temporary boost from government transfers related to the earlier introduction of the harmonized sales tax (HST) in Ontario. In the first quarter, the Bank estimates that growth in consumption slowed in line with moderating income growth, although both continue to be supported by higher terms of trade and gains in household net worth. In that context, residential investment has remained at a high level in recent quarters, although

The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy

Large and persistent increases in the real prices of energy and non-energy commodities can have a significant impact on the Canadian economy.¹ The magnitude of their impact and the implications for policy depend on the nature of the forces driving their movements.²

Commodity prices affect the evolution of economic activity and inflation in Canada through various channels (**Table 2-A**).

Direct CPI channel: Commodities are part of the consumption basket in Canada. Consequently, an increase in commodity prices has a direct impact on some components of the CPI, such as gasoline, fuel oil, natural gas, food and transportation. Because the core CPI excludes the eight most volatile components of the CPI, many of which are heavily influenced by changes in commodity prices, an increase in those prices has a stronger effect on total inflation than on core inflation (**Table 2-B**).³ But this effect can take time to manifest itself (**Chart 2-A**), and firms may also absorb part of the increase in costs through lower profit margins.^{4,5}

Terms-of-trade channel: Because Canada is a net exporter of commodities, an increase in commodity prices raises export prices relative to import prices. This causes a terms-of-trade improvement, which increases Canadians' power to purchase foreign goods and services, as measured by real gross

1 The commodity sector directly accounts for about 7 per cent of GDP in Canada.

2 A number of articles published in the *Bank of Canada Review* in recent years have examined the impact of commodity prices on the economy. See, for example, M. Francis, "Adjusting to the Commodity-Price Boom: The Experiences of Four Industrialized Countries" (Autumn 2008); D. Dupuis and P. Marcil, "The Effects of Recent Relative Price Movements on the Canadian Economy" (Autumn 2008); and G. Stuber, "The Changing Effects of Energy-Price Shocks on Economic Activity and Inflation" (Summer 2001).

3 Unlike the core inflation measure used in the United States and some other countries, Canada's core CPI includes most food items.

4 The lags in the effects of commodity-price movements on CPI components reflect the presence of long-term contracts and adjustment costs.

5 Commodity-price movements can also have second-round effects on wages and other prices as expectations of future inflation increase. There has been little evidence of such second-round effects in Canada in the past two decades, however, since inflation expectations have been well anchored at the 2 per cent inflation target.

domestic income (GDI, **Chart 2-B**). This increase in real income also triggers increased spending on domestically produced goods and services.

Production-costs channel: An increase in commodity prices raises production costs wherever commodities are used as an input. This can reduce the level of potential activity in the economy and contribute to inflationary pressures.

Commodity-supply channel: An increase in commodity prices pushes up profits in the commodity sector, which in turn stimulates production, labour, capital and wages in that sector.

The inflationary pressures stemming from these channels are dampened by Canada's flexible exchange rate regime. Typically, the Canadian dollar

Table 2-A: The impact of an increase in commodity prices on Canada's economy depends on the source

Channels	Real GDP		Inflation	
	Commodity-supply shock	Commodity-demand shock	Commodity-supply shock	Commodity-demand shock
Direct CPI	—			↗
Terms-of-trade		↗		↗
Production-costs		↘		↗
Commodity-supply		↗		↗
Foreign-demand	↘	↗	↘	↗
Total effects	—	↗	↗	↗

Table 2-B: Food and energy in the CPI

	Weight in total CPI	Weight in core CPI ^a
Food	17.0	17.6
Energy	9.4	3.3
Other goods	27.5	31.6
Other services ^b	46.1	47.5
Total	100.0	100.0

a. Core CPI includes all food components except fruits and vegetables and excludes all energy components except electricity.

b. Meals at restaurants are classified as a service.

(continued)

The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy

appreciates in response to increases in commodity prices, which reduces import prices and restrains inflation more generally.

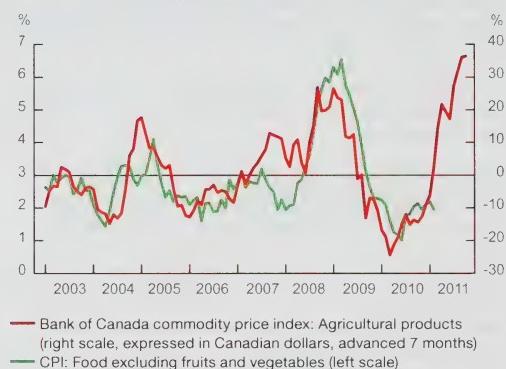
Finally, the degree to which higher commodity prices affect the Canadian economy depends on the **foreign-demand channel**, which can offset or amplify the other channels, depending on the factors responsible for the increases. Commodity-price rises that reflect speculation or supply disruptions (because of geopolitical considerations or extreme weather conditions, for example) push global production costs higher. Since Canada's main trading partners are net commodity importers, their lower economic activity will depress demand for Canada's non-commodity exports. In contrast, if the increase in commodity prices is caused by an increase in global activity that also raises the demand for commodities, then additional benefits would accrue to the Canadian economy, since demand for Canadian non-commodity exports would also increase.

Policy-makers can look through short-lived supply shocks and speculative overshoots. In contrast, when the increase in commodity prices is caused by higher world demand, the net effect on Canada's real GDP will be positive, and the impact on Canadian inflation will generally be more pronounced. The greater the importance of Canada's non-commodity exports to countries driving the surge in global demand, the greater the impact will be.

Despite recent supply disruptions caused by geopolitical unrest and natural disasters, as well as speculative pressures that have, on occasion, reinforced the direction of price moves driven by fundamentals, the Bank's view is that a large, sustained increase in demand stemming from rapid growth in the emerging world has been the primary driver of the most recent boom in commodity prices. However, given that only 10 per cent of Canada's exports go to emerging economies, activity in the Canadian economy is not likely to benefit as much as it has in past commodity booms that were driven mainly by U.S. economic growth.

Chart 2-A: The large rise in world raw food prices is expected to boost Canadian CPI food prices with some lag

Year-over-year percentage change, monthly data

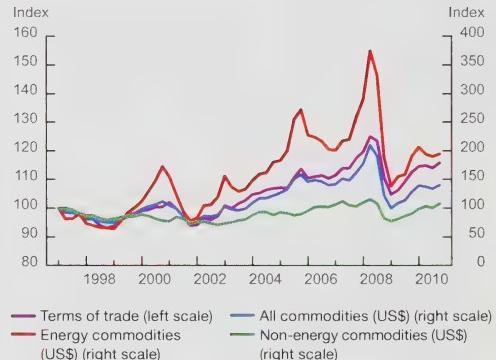


— Bank of Canada commodity price index: Agricultural products
(right scale, expressed in Canadian dollars, advanced 7 months)
— CPI: Food excluding fruits and vegetables (left scale)

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Chart 2-B: Canada's terms of trade have closely followed the movements in global commodity prices

Index: 1997Q1 = 100, quarterly data

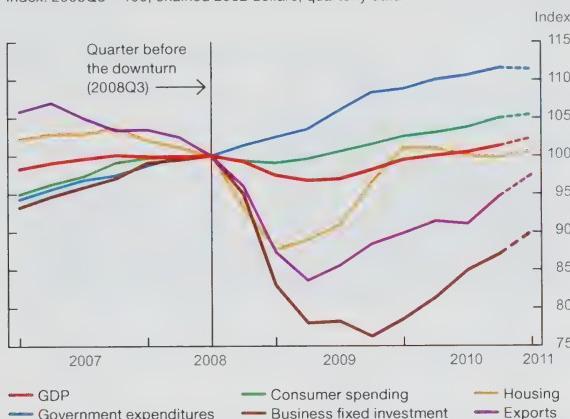


Sources: Statistics Canada
and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q4

Chart 17: Despite rapid growth in recent quarters, business investment remains well below its pre-recession peak

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2011Q1 are Bank of Canada estimates.

Source: Statistics Canada

the estimated pickup in activity in the first quarter may partly reflect timing effects related to changes in mortgage insurance rules.⁶

Business fixed investment has continued to grow at a robust pace in recent quarters, driven in particular by activity in primary industries. Nonetheless, the estimated level of business investment in the first quarter remained well below its pre-recession peak (**Chart 17**).

While net exports made a greater contribution to growth in the fourth quarter than had been expected at the time of the January Report, this followed a period of persistently large negative contributions through much of 2009 and 2010, and preliminary evidence suggests another negative contribution in the first quarter of 2011. The rebound in exports in the fourth quarter was driven by higher commodity exports, in part due to one-off factors such as restarted and expanded pipeline capacity. While exports of manufactured goods such as motor vehicles have picked up more recently, the supply disruptions that have been experienced in the aftermath of the earthquake in Japan are projected to reduce the growth in the Canadian economy in the second quarter by about half a percentage point, with that lost activity likely to be recovered in subsequent quarters (**Technical Box 1**). Import growth has been volatile, largely reflecting swings in inventory investment which, after pulling back sharply in the fourth quarter of 2010, appears to have normalized in the first quarter.

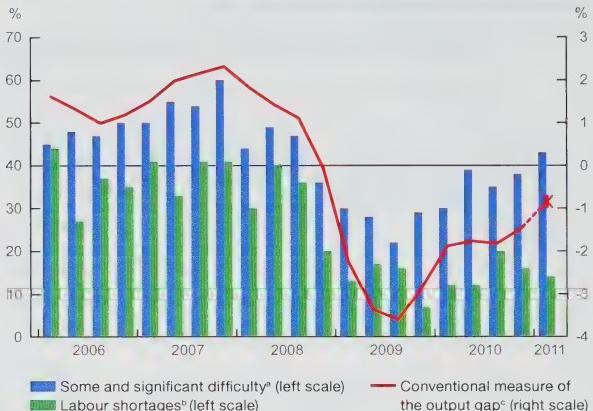
The rebound in exports in the fourth quarter was driven by higher commodity exports, in part due to one-off factors

Estimated Pressures on Capacity

Various indicators of capacity pressures suggest the persistence of excess supply in the Canadian economy. The Bank's conventional measure of the output gap indicates that excess capacity in the economy narrowed in the first quarter of 2011, to about -0.9 per cent (**Chart 18**). The Bank's spring

⁶ Effective 18 March 2011, there was a reduction in the maximum amortization period to 30 years from 35 years for new government-backed insured mortgages with loan-to-value ratios of more than 80 per cent. There was also a reduction in the maximum that Canadians can borrow to refinance their mortgages to 85 per cent from 90 per cent of the value of their homes. The withdrawal of government insurance backing on lines of credit secured by homes, such as HELOCs, will come into force on 18 April 2011.

Chart 18: Material excess supply remains in the Canadian economy



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.

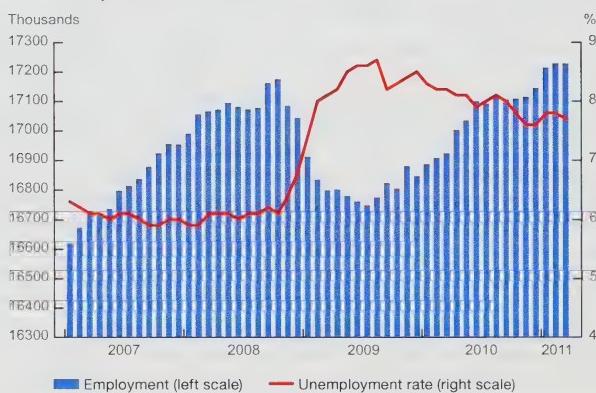
c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the first quarter of 2011 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 4.2 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q1

Chart 19: Despite the recovery in employment, the unemployment rate remains elevated

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: March 2011

Business Outlook Survey (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Spring 2011) suggests a lesser degree of slack in the economy, with the proportion of firms indicating that they would have difficulty responding to an unexpected increase in demand now back at its historical average. However, the survey also indicates that the proportion of firms facing labour shortages remains well below its historical average. This is consistent with the relatively high unemployment rate and weakness in average weekly hours worked, and implies persistent slack in the labour market (**Chart 19**).

On balance, the Bank judges that the economy continued to operate with a material degree of slack in the first quarter of 2011, at about 1 per cent below its production capacity. This is a smaller gap than the Bank had projected in January.

On balance, the Bank judges that the economy continued to operate with a material degree of slack in the first quarter of 2011

Inflation and the 2 Per Cent Target

As expected, core CPI inflation has fallen further in recent months (**Chart 20**). A number of transitory factors have been dampening the year-over-year rate of core inflation, notably the effects of unusually large increases a year ago for motor vehicles and hotel accommodation (the latter related to the Vancouver Winter Olympics), as well as recent rebates on electricity prices in Ontario. In addition, there is evidence that some of the HST-related tax refunds to businesses have been passed through to consumers, lowering core inflation by about 0.3 percentage points, in line with the Bank's prior expectations. Looking through these factors, underlying inflation has remained broadly stable at a rate slightly above 1½ per cent, reflecting persistent excess supply in the economy, as well as the moderate growth of unit labour costs (**Chart 21**) and the appreciation of the Canadian dollar.

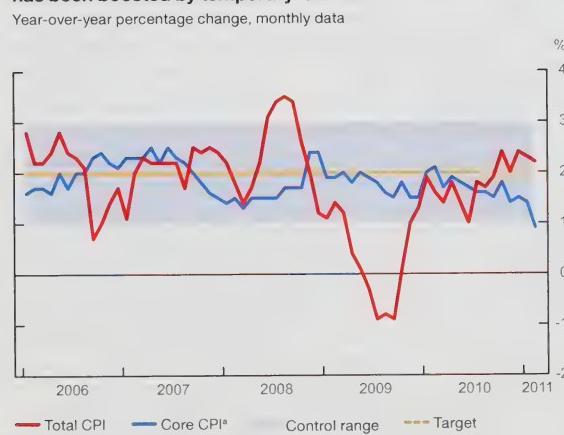
Underlying inflation has remained broadly stable at a rate slightly above 1 1/2 per cent

Total CPI inflation averaged 2.3 per cent in January and February, unchanged from its average rate in the fourth quarter of 2010. The effects of higher world prices for energy and other commodities on Canadian inflation have been tempered by the appreciation of the Canadian dollar. The direct impact of the HST and other changes in provincial indirect taxes instituted since July 2010 are also continuing to boost the 12-month rate of change in total CPI.

The Bank judges that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target

Measures of near-term inflation expectations have risen slightly in recent months, reflecting observed increases in commodity prices, while measures of longer-term inflation expectations have remained little changed. The April Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 2.4 per cent in 2011 and very close to the target in 2012 (2.1 per cent). Expectations for average inflation over the next two years, as reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, are concentrated within the 1 to 3 per cent control range,

Chart 20: Core inflation remains subdued, while total inflation has been boosted by temporary factors



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

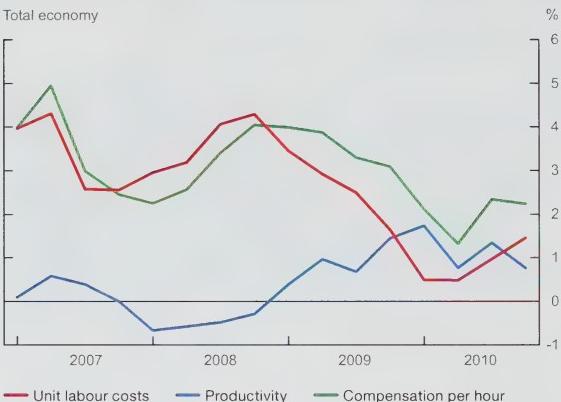
Source: Statistics Canada

Last observation: February 2011

Chart 21: Despite some recent pickup, the growth of unit labour costs has been moderate over the past year

Year-over-year percentage change, quarterly data

Total economy



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

with a majority of firms now expecting inflation to be in the upper half of the range, consistent with the recent rapid increase in commodity prices. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target. Overall, the Bank judges that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target.

Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative, providing important ongoing support to the economic recovery. Despite a modest increase over the past year, effective borrowing costs for households and businesses continue to be very low by historical standards (**Chart 22**). The growth of total private credit has recently moved somewhat above its historical average, as growth in business credit has picked up sharply (**Chart 23**).

The favourable effective borrowing costs for households are underpinned by the ongoing low level of bank financing costs. Following some slowing in 2010, a pickup in household credit growth has been observed in recent months, partly reflecting stronger activity in the resale housing market.

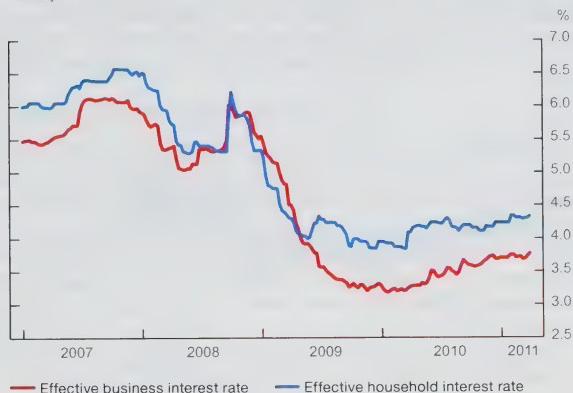
In addition to very low effective borrowing costs, Canadian firms have seen further easing in their access to financing in recent months. According to the Bank's *Senior Loan Officer Survey* for the first quarter of 2011 (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q1), greater competition among lending institutions, and from capital markets, together with a more favourable economic outlook, has led to a further loosening of lending conditions for a wider range of borrowers (**Chart 24**). Results from the latest *Business Outlook Survey* also suggest that credit conditions have eased further in recent months. Investor demand for risky assets is buoyant, reflecting expectations of an improving global economy, as well as the low level of government bond yields. Accordingly, credit spreads have remained narrow, corporate bond issuance has been strong and the S&P/TSX Composite Index has recovered further. In response to more favourable financing conditions and the robust recovery in business investment, the overall growth of business credit has picked up markedly in recent months.

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative

Investor demand for risky assets is buoyant

Chart 22: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



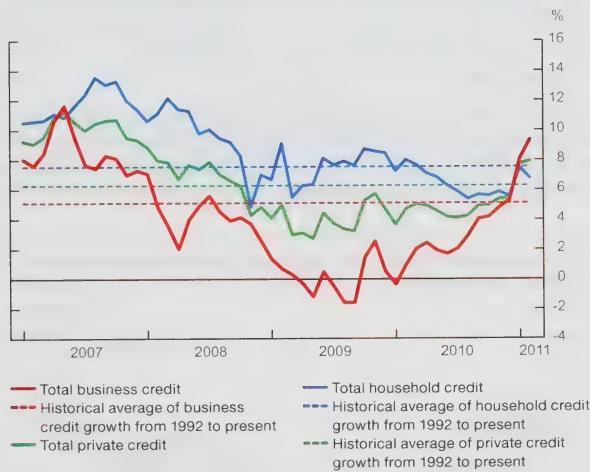
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 8 April 2011

Chart 23: The growth rate of business credit is picking up noticeably

3-month percentage change (at annual rates)



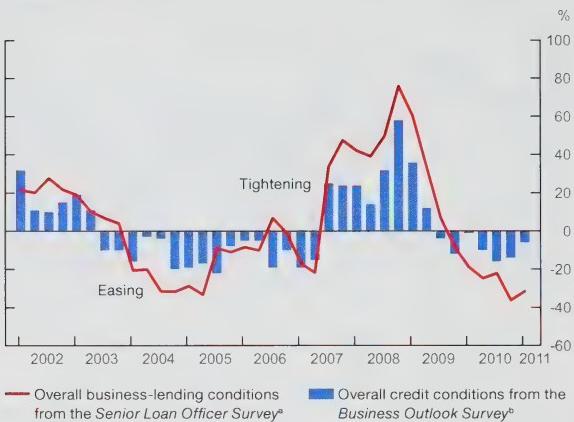
Source: Bank of Canada

Last observation: February 2011

Compared with the unusually rapid pace registered between the end of 2008 and early 2010, growth in the narrow monetary aggregates has been moderate in recent months, consistent with reduced liquidity preference among households and firms. Growth in the broader M2++ aggregate remains below its historical average, suggesting subdued inflation pressures ahead.

Chart 24: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2011Q1

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

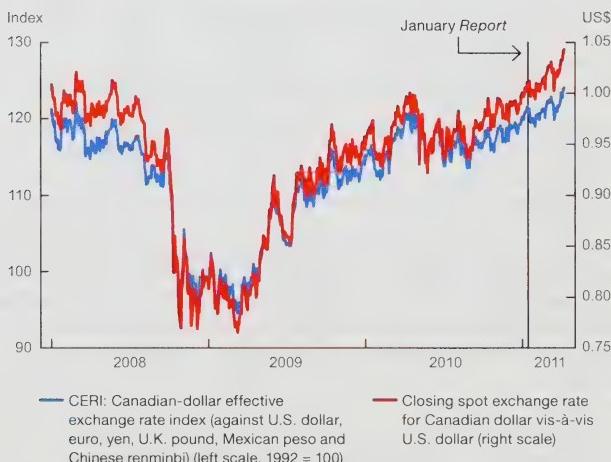
Last observation: 2011Q1

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged 103 cents U.S. since the March fixed announcement date, higher than the 100 cents assumed in the January Report. The Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) has appreciated to a similar extent (**Chart 25**).

Chart 25: The Canadian dollar has continued to appreciate since the January Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 8 April 2011

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 103 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; persistently strong prices for non-energy commodities; and supportive global credit conditions.

Aggregate Demand and Supply

The Bank expects the rotation of aggregate demand in Canada toward business investment and net exports and away from government and household expenditures to continue over the projection horizon (**Chart 26**). The stronger economic expansion observed in recent quarters is projected to give way to a more modest pace, as the particularly strong rebound in exports observed recently is unlikely to be sustained, given ongoing competitiveness challenges, including headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar, as well as the one-off nature of certain elements of the rebound (**Table 2** and **Chart 27**). Some of the recent stronger-than-expected momentum in household spending is projected to persist, however, reflecting in part the effects of higher terms of trade.

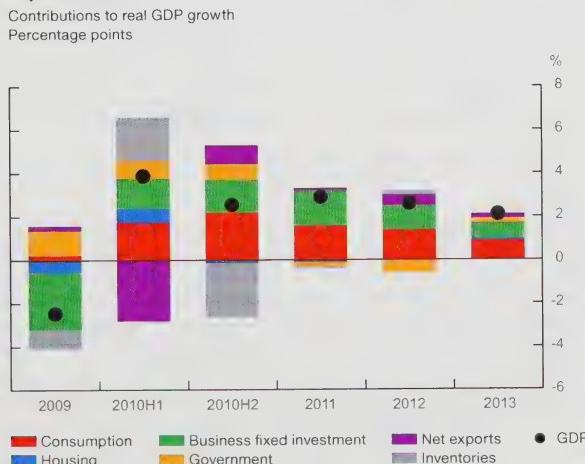
On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.9 per cent in 2011 and 2.6 per cent in 2012, while growth in 2013 is expected to equal that of potential output (2.1 per cent), with the economy operating at full capacity. This growth profile implies a slightly higher level of activity across the medium-term projection horizon, with the Bank now expecting the economy to return to full capacity around the middle of 2012, two quarters earlier than had been projected in the January Report.

As in January, the Bank expects the growth of consumer spending over the projection horizon to evolve broadly in line with that of personal disposable income, leaving the savings rate relatively stable at a low level and the ratio of household debt to income near historic highs (**Chart 28**). The growth of

The stronger economic expansion observed in recent quarters is projected to give way to a more modest pace

Higher terms of trade are expected to boost household incomes

Chart 26: Demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures



Note: Contributions for 2010H1 and 2010H2 are proxied by the average quarterly contributions.

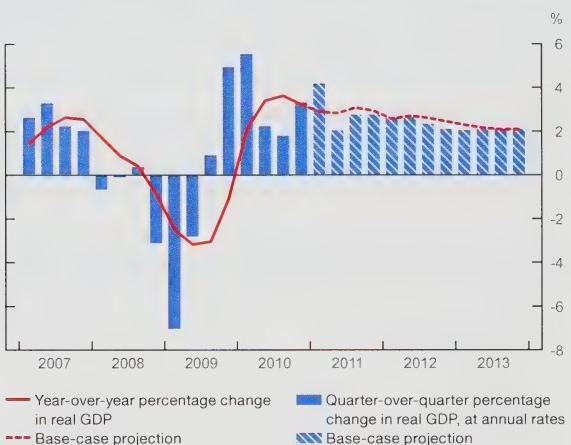
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Table 2: Contributions to average annual real GDP growth
Percentage points^a

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 (1.9)	1.6 (1.4)	1.4 (1.2)	0.9
Housing	0.7 (0.7)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)	0.1
Government	1.3 (1.0)	-0.2 (0.0)	-0.6 (-0.5)	0.2
Business fixed investment	0.6 (0.6)	1.6 (1.1)	1.1 (1.2)	0.7
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	4.6 (4.2)	2.9 (2.4)	1.9 (1.9)	1.9
Exports	1.8 (1.9)	2.5 (1.8)	1.2 (1.9)	1.2
Imports	-4.0 (-4.2)	-2.4 (-1.7)	-0.7 (-1.2)	-1.0
<i>Subtotal: Net exports</i>	-2.2 (-2.3)	0.1 (0.1)	0.5 (0.7)	0.2
Inventories	0.7 (1.0)	-0.1 (-0.1)	0.2 (0.2)	0.0
GDP	3.1 (2.9)	2.9 (2.4)	2.6 (2.8)	2.1
Memo items:				
Potential output	1.6 (1.6)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1
Real gross domestic income (GDI)	4.9 (4.8)	4.7 (3.4)	3.1 (3.2)	1.9

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2011 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2010 *Report*.

Chart 27: Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



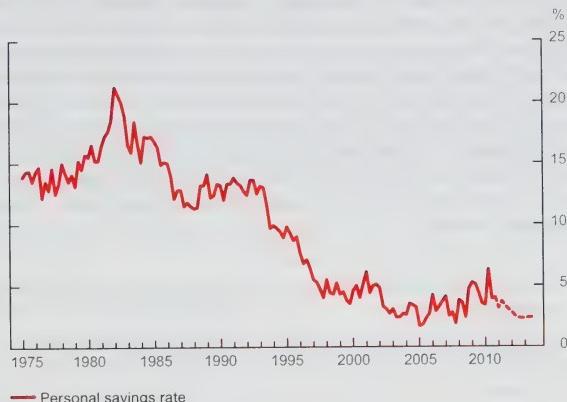
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Residential investment remains unlikely to contribute to overall GDP growth over the projection horizon

disposable income is expected to moderate with the withdrawal of fiscal stimulus, previously announced compensation restraints by governments and a slow recovery in average hours worked. Higher terms of trade are expected to provide some offsetting boost to household incomes over the projection horizon, and have led to higher household wealth. While these supports are projected to result in a slightly stronger profile for consumer spending than had been expected in the January *Report*, their impact is likely to be limited, with household balance sheets remaining stretched and consumption unlikely to be bolstered by gains in house prices. In that context, and with a projected reduction in housing affordability, residential investment remains unlikely to contribute to overall GDP growth over the projection horizon. Thus, the Bank continues to expect the share of the

Chart 28: The Canadian personal savings rate is projected to remain near historic lows

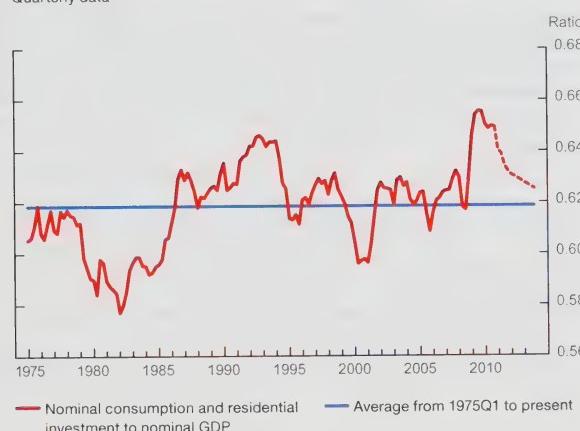
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 29: The share of household expenditures in GDP is expected to decline toward its historical average

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

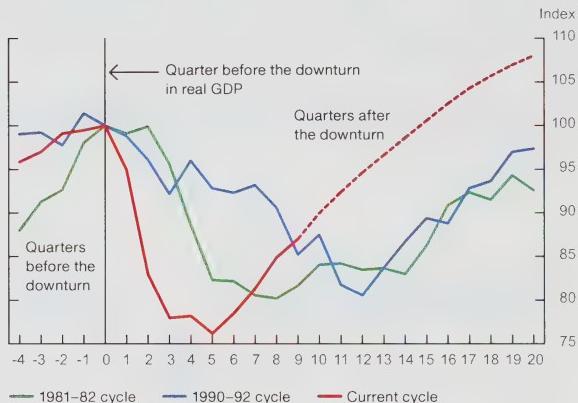
economy accounted for by consumer spending and residential investment to decline toward its historical average (**Chart 29**).

The Bank's base-case scenario continues to assume that the contribution of government spending to real GDP growth will turn negative over the 2011–12 period, consistent with the previously announced unwinding of fiscal stimulus. Revisions to the national accounts data reveal that more of the stimulus spending appears to have been delivered in 2010 than had been previously estimated, boosting the contribution of government spending in that year and correspondingly reducing its assumed contribution to the growth of GDP in 2011.

Business fixed investment is expected to continue to rise rapidly over the projection horizon as the unusually sharp decline experienced during the recession is unwound (**Chart 30**). This reflects the solid financial positions of Canadian firms (**Chart 31**), favourable credit conditions, higher commodity prices and the stronger Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. The Bank's *Business Outlook Survey* has also indicated a consistently high level of investment intentions in recent quarters. Moreover, the latest results from the *Public and Private Investment Intentions* survey conducted by Statistics Canada suggest some firming in the growth of business investment in 2011. Taking all of these factors into account, the recovery in capital spending over the near term is now projected to be slightly more robust than previously projected.

Chart 30: Canadian business fixed investment is projected to continue its recent robust growth

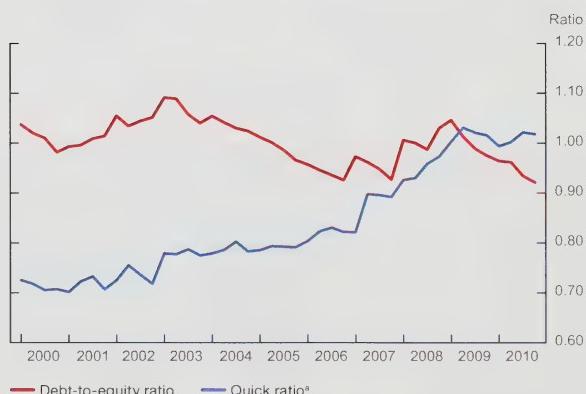
Comparison of Canadian real business investment across economic cycles;
quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 31: With liquidity high and leverage low, non-financial firms are well positioned to invest

Quarterly data



a. The quick ratio is defined as short-term assets (less inventories) over short-term liabilities.

Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

The Bank continues to expect an improvement in net exports over the projection horizon, as exports recover and expand with rising external demand, and import growth slows from its previously rapid pace with the moderation in the growth of domestic demand. The Bank continues to project, however, that the recovery in exports will be subdued relative to earlier global recoveries, with the higher level of the Canadian dollar assumed in this projection adding to long-standing competitiveness challenges. These forces are also expected to boost imports relative to domestic demand, with the solid growth in business investment having a similar effect, given its high import content. As a result, net exports are expected to make a positive, but modest, contribution to growth over the projection horizon. The strength of net exports will continue to be sensitive to currency movements and the expected recovery in productivity growth, as well as to the prospects for external demand.

The Projection for Inflation

The Bank expects core inflation to rise gradually to 2 per cent as excess supply in the economy is slowly absorbed and inflation expectations remain well anchored (**Table 3** and **Chart 32**). As in January, this increase reflects the unwinding of the transitory influences currently dampening core inflation, including the effects of HST-related tax refunds passed on by businesses. The combination of ongoing modest growth in labour compensation and higher productivity is expected to continue to dampen inflationary pressures, with the higher assumed value of the Canadian dollar providing further restraint.

Although core inflation has been slightly weaker than expected in recent months, it is projected to converge to 2 per cent somewhat more quickly than in the January Report. This reflects the slightly smaller degree of slack in the Canadian economy over the projection horizon, as well as the sharp increases in the prices of agricultural commodities observed in recent months, which are expected to lead to a somewhat larger increase in food prices than had been expected.

The Bank continues to project that the recovery in exports will be subdued relative to earlier global recoveries, with the higher level of the Canadian dollar assumed in this projection adding to long-standing competitiveness challenges

The Bank expects core inflation to rise gradually to 2 per cent

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

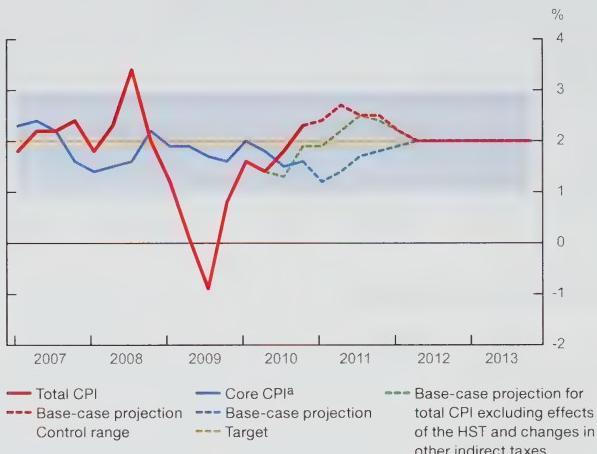
	2010				2011				2012				2013				
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.3 (2.3)	4.2 (2.5)	2.0 (2.8)	2.7 (3.0)	2.7 (3.0)	2.6 (2.9)	2.6 (2.6)	2.3 (2.5)	2.1 (2.5)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.2 (2.8)	2.9 (2.0)	2.8 (2.2)	3.1 (2.6)	2.9 (2.8)	2.5 (2.9)	2.7 (2.9)	2.6 (2.7)	2.4 (2.6)	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.2 (1.4)	1.4 (1.5)	1.7 (1.6)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.4 (2.2)	2.7 (2.3)	2.5 (1.9)	2.5 (2.0)	2.2 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	1.9 (1.7)	2.2 (1.8)	2.5 (1.9)	2.4 (1.9)	2.2 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI ^b (level)	85 (85)	94 (91)	108 (93)	109 (95)	109 (95)	109 (95)	108 (95)	107 (95)	106 (95)	105	104	104	103				

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 8 April 2011

Chart 32: Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent by the middle of 2012

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Total CPI inflation is expected to converge to core inflation at the 2 per cent target by the middle of 2012

Total CPI inflation is projected to peak around 3 per cent (on a monthly basis) in the second quarter of 2011, reflecting the impact of recent sharp increases in energy prices and the anticipated rise in core inflation, as well as the ongoing boost to inflation from the HST and other changes in provincial indirect taxes. As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect on prices. Total CPI inflation is expected to converge to core inflation at the 2 per cent target by the middle of 2012 as energy prices stabilize.

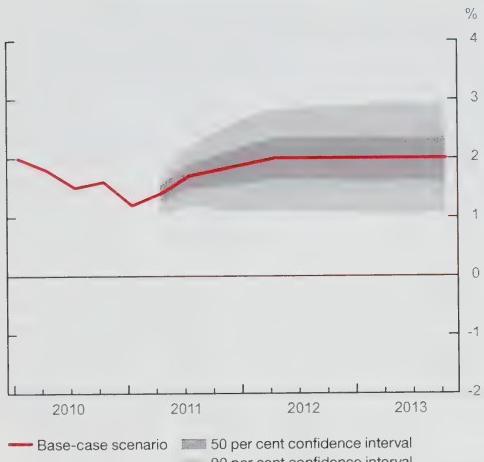
This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 33** and **Chart 34** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2011 to the end of 2013.⁷

⁷ Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: Fan charts.

Chart 33: Projection for core CPI inflation

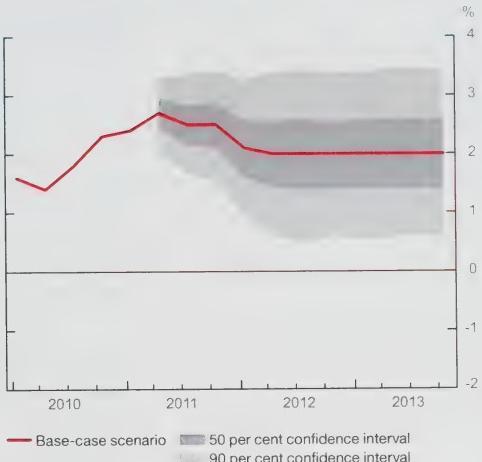
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 34: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Risks to the Outlook

Although the global economic recovery is expected to continue at a steady pace, global risks remain elevated.

The two main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-projected commodity prices and global inflation, and increased momentum in Canadian household spending.

- If efforts to restrain excess demand and mounting inflation pressures in emerging-market economies prove unsuccessful, commodity prices and global inflation could rise much faster than projected, raising incomes in Canada through higher export prices and increasing pressures on domestic prices.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With exceptionally stimulative financing conditions, borrowing could grow faster than income.

The two main downside risks to inflation relate to headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

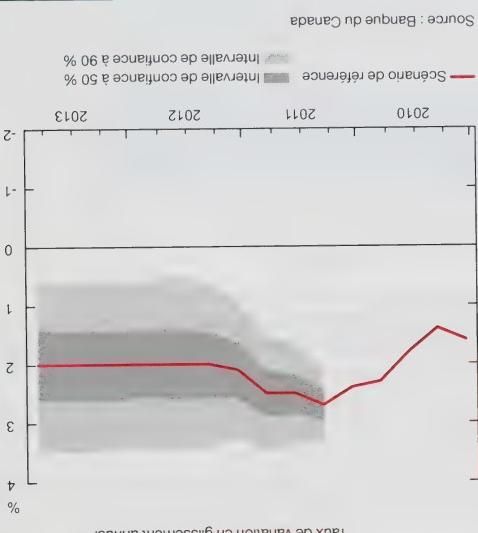
- The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

In addition, global uncertainty is being affected by high private and sovereign debt levels in many advanced economies, geopolitical tensions and the evolving situation in Japan in the aftermath of the Tohoku earthquake.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Les nœuds étoilés les perspectives

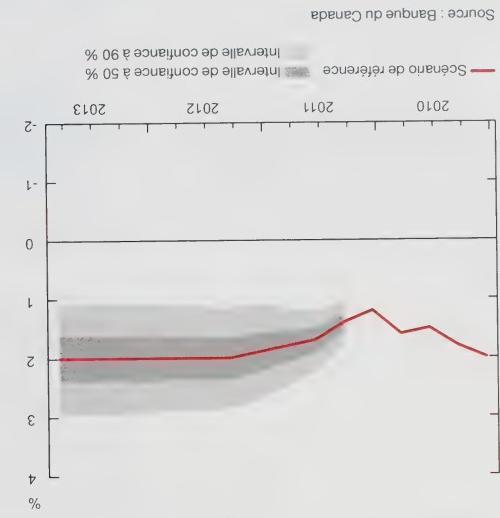
7 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Recherches.



Graphique 34 : Projection relative à l'infiltration mesurée

La hausse. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications des importations individuelles, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces changements sur les prix. On sait bien à ce que l'inflation mesure par l'IPC global convient avec l'inflation mesurée par l'indice de référence pour l'inflation de 2012 qui s'inscrivent la stabilisation des prix de l'énergie.

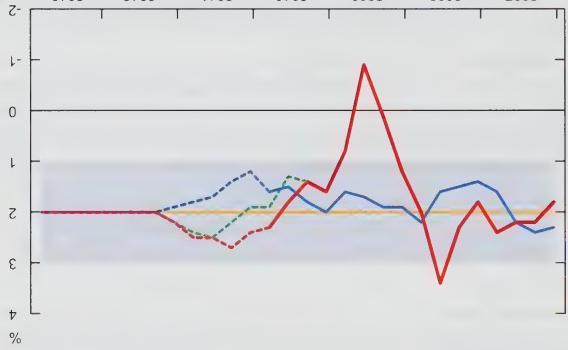
La projection de la Banque intègre une réduction de la dette monétaire comme l'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** est le **Graphique 34** présenté les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatives au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence au cours de la période allant du deuxième trimestre de 2011 à la fin de 2013.



Graphique 33 : Proportion relative à l'infiltration mesurée par l'indice de référence

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

PIB total (taux de participation au trimestre annuelisé)											
PIB total (taux de participation au trimestre annuelisé)											
2010	2011	2012	2013	4 ^e	3 ^e	2 ^e	1 ^{er}	4 ^e	3 ^e	2 ^e	1 ^{er}
trm.	trm.	trm.	trm.	trm.	trm.	trm.	trm.	trm.	trm.	trm.	trm.
3,3	4,2	2,0	2,7	2,7	2,6	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
(2,5)	(2,5)	(2,8)	(3,0)	(3,0)	(2,9)	(2,6)	(2,5)	(2,5)	(2,6)	(2,6)	(2,6)
2,8	2,9	2,8	3,1	2,9	2,5	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	2,1
1,6	1,2	1,4	1,7	1,8	1,9	1,8	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0
(1,4)	(1,4)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(1,8)	(1,7)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
2,3	2,4	2,7	2,5	2,5	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(2,3)	(2,3)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
1,6	1,2	1,4	1,7	1,8	1,9	1,8	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0
(1,4)	(1,4)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(1,8)	(1,7)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
2,3	2,4	2,7	2,5	2,5	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(2,3)	(2,3)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
1,9	1,9	1,7	2,2	2,5	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(1,9)	(1,9)	(1,7)	(1,8)	(1,9)	(1,9)	(1,8)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
85	94	108	109	109	108	107	107	106	105	104	103
WTp (niveau)	85	94	108	109	109	108	107	106	105	104	103



Graphique 32 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % d'ici le milieu de 2012

Le prix moyen des contrats à terme pendait la période de deux semaines terminée le 8 avril 2011.

La présence d'entreprises dans la ville est un facteur déterminant pour l'attractivité de la ville.

La Banque prévoit que l'inflation à court terme et de la demande mondiale devrait se ralentir au cours des prochaines années, mais que l'augmentation de l'inflation devrait être modérée. En outre, les intentions d'investissement des entreprises pour développer leurs concurrentielles. L'endiguette de la Banque sur les perspectives de revenir plus rapidement à des niveaux continuellement élevés dans les investissements de capital a couru terme soit légèrement plus robuste que prévu au début de l'année.

La Banque continue d'anticiper une amélioration des exportations nettes sur la période de projection en raison, d'une part, de la remontée de l'exportation des marchandises et, d'autre part, d'un rythme de croissance des importations moins rapide qu'au cours précédent. Les forces de relatif à la demande intérieure, et à la vive expansion des investissements productifs. Ces forces devraient parallèlement stimuler les exportations nettes de marchandises passées, le niveau plus élevé postule pour le plan de la compagnie. Toutefois, la Banque s'attend encore à ce que la demande intérieure, qui a ralenti au cours de l'année dernière, soit modérée par rapport aux taux énergétiques lors de l'expansion des exportations nettes au rythme de la demande extérieure. Toute autre approche, associée à une progression ralenti de la demande rapide, devrait entraîner un ralentissement de l'expansion des secteurs publics et privés et entraîner un ralentissement des investissements de secteurs privés. En outre, les intentions d'investissement des entreprises pour développer leurs concurrentielles. L'endiguette de la Banque sur les perspectives de revenir plus rapidement à des niveaux continuellement élevés dans les investissements de capital a couru terme soit légèrement plus robuste que prévu au début de l'année.

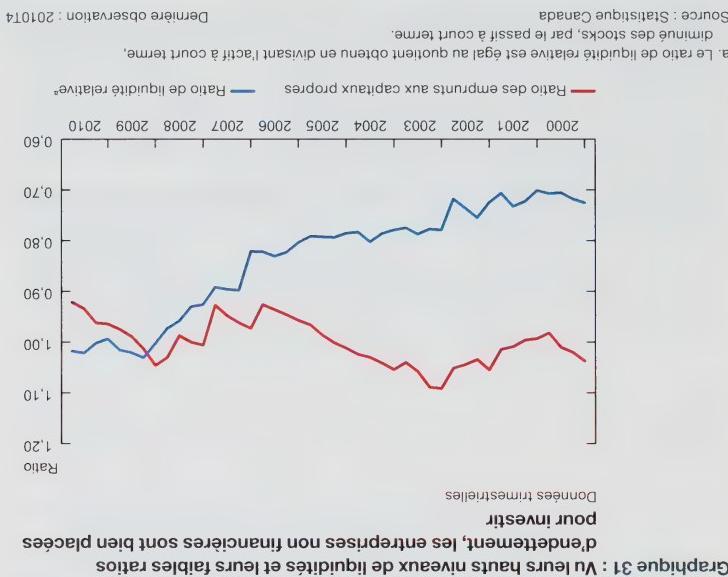
La projection en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence monétaire graduellement jusqu'à 2 %. L'offre excédentaire au sein de l'économie tera graduellement jusqu'à 2 %, offre excédentaire au sein de l'économie se resorberait entièrement au cours de l'année, cette augmentation des remboursements de taxes aux entreprises liées à l'instauratation de la TVH accueillera l'augmentation de l'influence de référence, notamment les effets limités par la valeur plus élevée postule pour le dollar canadien.

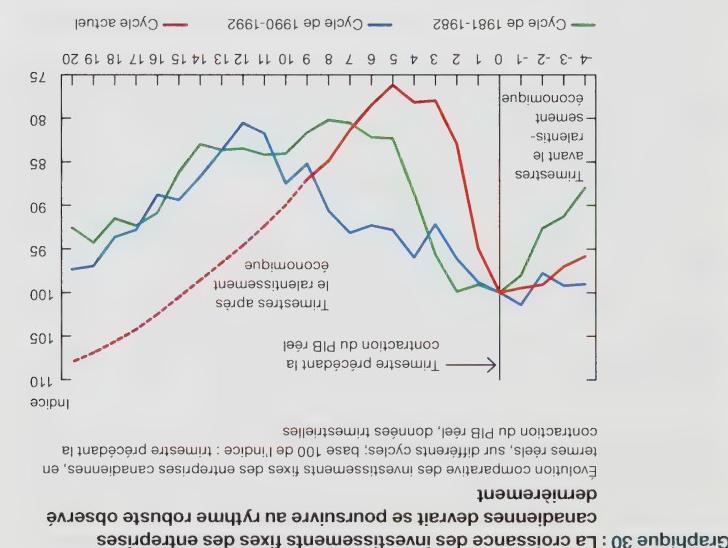
Si l'inflation mesure par l'indice de référence monétaire atteint son objectif de 2 % au cours de l'année, alors que l'inflation mesurée par l'IPC global couvrant l'ensemble de l'économie atteindra

canadien, de même que l'inflation à court terme la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour dévenir plus concurrentielles. L'endiguette de la Banque sur les perspectives de revenir plus rapidement à des niveaux continuellement élevés dans les investissements de capital a couru terme soit légèrement plus robuste que prévu au début de l'année.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global couvrant l'ensemble de l'économie atteindra 2 % au cours de l'année, alors que l'inflation mesurée par l'IPC global couvrant l'ensemble de l'économie atteindra



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

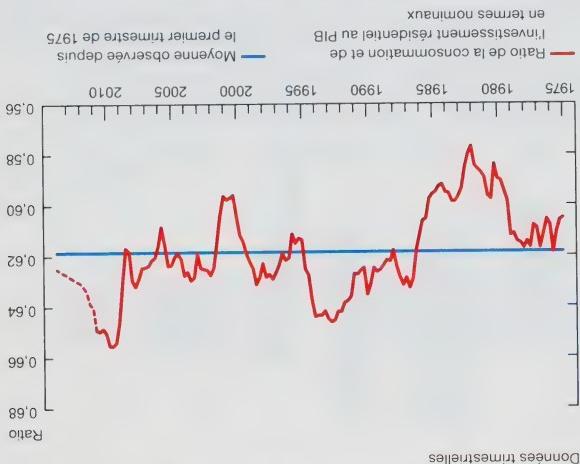


Les investissements fixes des entreprises canadiennes continuent d'augmenter rapidement.

Graphique 30. Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (Graphique 31), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base et l'appréciation du dollar. Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement durant la période de projection à la faveur de la récession du secteur immobilier qui marquera probablement un rebond au deuxième trimestre de l'année. Cependant, la croissance publique à la faveur de la récession devrait être modérée, ce qui devrait entraîner une baisse de la demande d'investissement des entreprises canadiennes.

Graphique 30. Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (Graphique 31), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base et l'appréciation du dollar. Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement durant la période de projection à la faveur de la récession du secteur immobilier qui marquera probablement un rebond au deuxième trimestre de l'année. Cependant, la croissance publique à la faveur de la récession devrait être modérée, ce qui devrait entraîner une baisse de la demande d'investissement des entreprises canadiennes.

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



Graphique 29 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB dérivation
exclure pour tendre vers leur moyenne historique

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



Graphique 28 : Le taux d'épargne des particuliers au Canada dévoilé

Dans son scénario de référence, la Banque continue de tabler sur le fait que la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel devient négative pendant la période 2011-2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncée précédemment. La révision des chiffres des dépenses nationaux a révélé que la part des dépenses effectuées en 2010 au titre des mesures de relance semble plus élevée qu'escompté, ce qui contribue à la croissance de l'ensemble résidentiel dans l'économie ira en diminuant vers

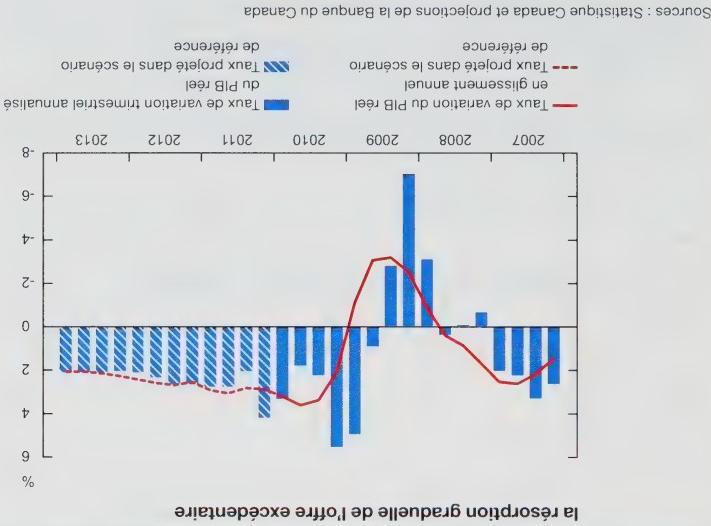
sa moyenne historique (Graphique 29). Par conséquent, la Banque estime toujours que la période de projection. Par contre, il demeure peu probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance du PIB au cours de la période de projection. Par rapport à la croissance de l'ensemble de l'investissement dans l'économie ira en diminuant vers sa moyenne historique.

Il devrait probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection. De la même manière, le renouvellement des projets de construction contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection.

L'objectif 2 : contribuer à la croissance durable moyenne du PIB réel

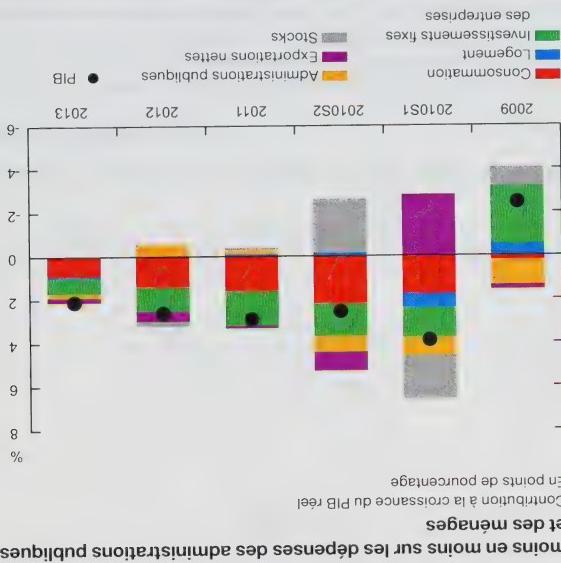
Consummation	2010	2011	2012	2013	
Logement	2.0 (1.9)	1.6 (1.4)	1.4 (1.2)	0.9	
Administrations publiques	0.7 (0.7)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)	0.1	
Investissements fixes des entreprises	0.6 (0.6)	1.6 (1.1)	1.1 (1.2)	0.7	
Total patrat : demande intérieure finale	4.6 (4.2)	2.9 (2.4)	1.9 (1.9)	1.9	
Exportations	1.8 (1.9)	2.5 (1.8)	1.2 (1.9)	1.2	
Imports et services	-4.0 (-4.2)	-2.4 (-1.7)	0.7 (1.2)	-1.0	
Total patrat : exportations nettes	2.2 (2.3)	0.1 (0.1)	0.5 (0.7)	0.2	
Stocks	0.7 (1.0)	-0.1 (0.1)	0.2 (0.2)	0.0	
PB	3.1 (2.9)	2.9 (2.4)	2.6 (2.8)	2.1	
Produktion polenelle	1.6 (1.6)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1	
Revenu intérieur brut réel	4.9 (4.8)	4.7 (3.4)	3.1 (3.2)	1.9	

des ménages continuent d'avoir des sommes inégalées (**Graphique 28**). L'expansion du revenu disponible devrait se modérer en raison du retard des stimulants budgétaires, des restrictions touchant la remunération amoncées auparavant par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées. L'amélioration peu prononcée du dévrat avoir un effet stimulant quelque peu compensatoire sur les revenus des ménages pendant la période visée, et elle a entraîné une augmentation de la richesse de ces demeures. Ces facteurs favorables devraient se traduire par un profil des dépenses de consommation légèrement plus vigoureux qu'autoprévu en Janvier, mais leur incidence sera probablement limitée du fait que la situation sembleablement pas stimuler des gains au chapitre du prix des maisons.



Graphique 27 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada
 Contributions trimestrielles
 Note : Les contributions pour chacun des semestres de 2010 sont calculées à partir de la moyenne des



Graphique 26 : La demande au Canada devrait réposer de plus en plus sur les investissements des entreprises et les exportations publiques moins en moins sur les dépenses des administrations publiques, et de

Comme en Janvier, la Banque est d'avis que, sur la période de projection, la croissance des dépenses de consommation évolue généralement de pair avec celle du revenu disponible des particuliers, le taux d'épargne restera ainsi relativement stable, à un bas niveau, et le ratio de la dette au revenu moyen sera proche de 2,1 %, soit deux trimestres plus tard. La croissance de l'économie devrait être soutenue par une augmentation de l'investissement dans le secteur des entreprises, qui devrait avoir un effet stimulant sur les revenus des ménages.

Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012, tandis qu'en 2013, on s'attend à ce qu'il augmente au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %, et que l'économie tourne alors à plein régime. Ce profil de croissance imprimé d'activité légèrement plus élevé tout au long de la période de projection que l'ensemble précédent au milieu de 2012 environ, soit deux trimestres plus tard. La croissance de l'économie devrait être soutenue par une augmentation de l'investissement dans le secteur des entreprises, qui devrait avoir un effet stimulant sur les revenus des ménages.

L'offre et la demande globales

La meilleure situation des termes de l'échange devrait avoir un effet stimulant sur les revenus des ménages.

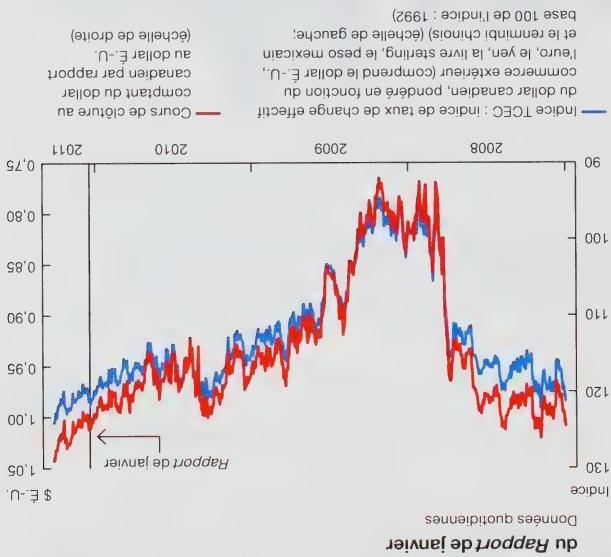
La croissance économique plus vigoureuse devrait céder le pas à un rythme plus modéré.

La Banque a donc son scenario de référence sur les principales hypothèses de base non énergétiques; des conditions de crédit favorables à l'échelle régionale; une vigoureuse persistance des prix des produits recents des contrats à terme; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours survenus; un taux de change du dollar canadien qui se situe à 103 cents É.-U., en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours suivants; et une hausse du taux de change du dollar canadien qui se situe à 103 cents É.-U. en moyenne.

Canadienne

Les perspectives d'évolution de l'économie

Source : Banque du Canada
Dernière observation : 8 avril 2011
Nota : Une hausse de l'indice TECI inclut une appréciation du dollar canadien.

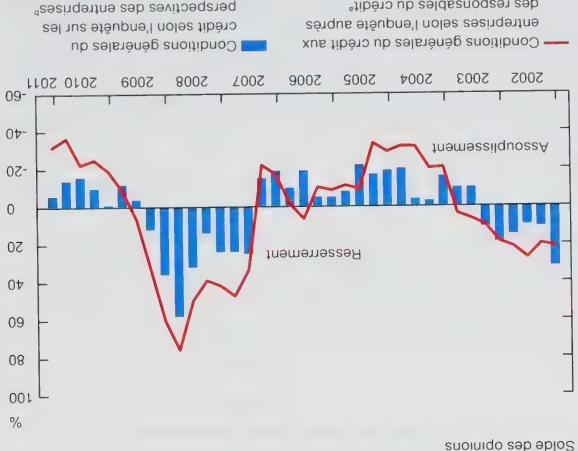


La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 103 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mars, ce qui représente une hausse par rapport au chiffre de 100 cents É.-U. constaté dans le Rapport de janvier. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien s'est apprécier dans la période la plus longue de l'année à ce jour.

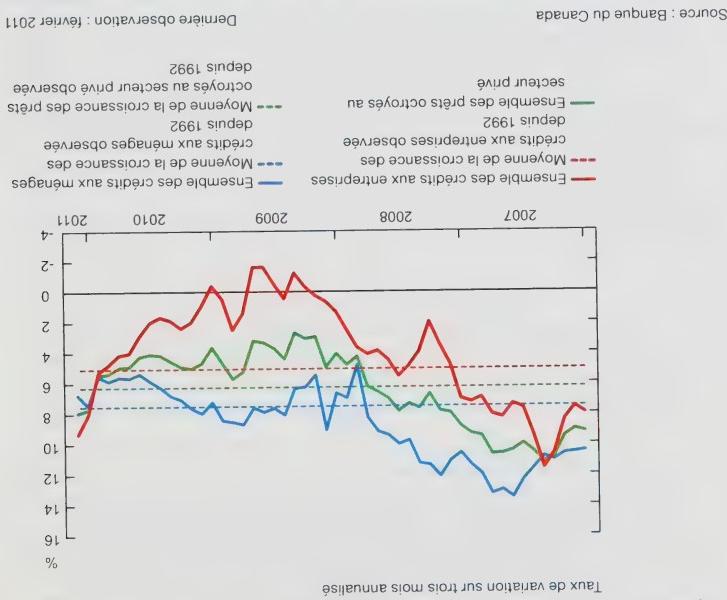
Le taux de change

Comparativement à la cadence inhérentelement rapide énergétique entre la fin de 2008 et le début de 2010, la progression des aggrégats monétaires au cours d'une histoire relativement modérée dans l'avenir, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes croissante moins marquée des ménages et des entreprises pour la liquidité. La sensibilité à ces dernières a été modérée ces derniers mois, ce qui cadre avec la présente croissance historique, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes moyenne historique au sens large M2++ reste au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Dernière observation : 2011t1
 Source : Banque du Canada
 catégories qui signifient un assouplissement
 b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et
 la pourcentage précédent de celles qui signifient un assouplissement
 a. Différence entre le pourcentage précédent des institutions financières qui font état d'un resserrement et
 des responsables du crédit aux entreprises selon l'enquête auprès des institutions financières



Graphique 24 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions d'accord d'assouplissement au premier trimestre de 2011 sont meilleures que celles de 2010

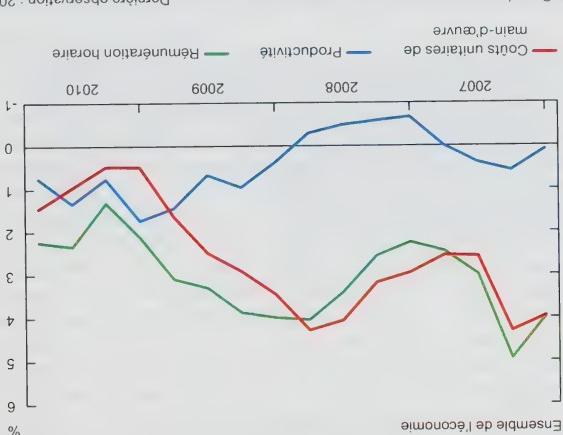


Graphique 23 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère nettement

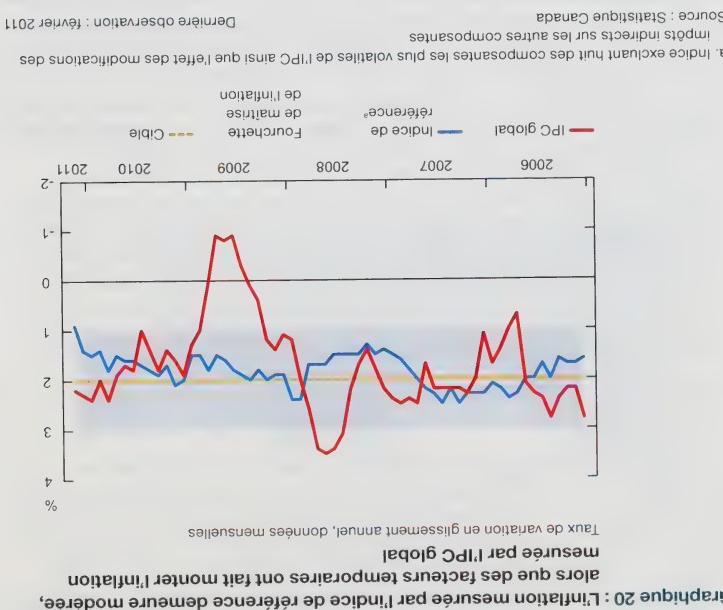
vigoureuse, ce qui reflète l'amélioration de l'économie mondiale attendue de même que les faibles rendements des obligations d'État. Ainsi, les écarts de crédit sont demeurés restants, les volumes démissionnés obligataires des sociétés ont été élevés et l'immeuble composite S&P/TSX s'est redressé encore davantage. A la faveur des conditions de financement avantageuses et de l'économie mondiale attendue de l'économie mondiale attendue de

grâce à une croissance modérée de l'inflation mondiale. Ensuite, le taux d'accroissement de l'IIPC global devrait atteindre 2,4 % en 2011 et se situer très près de la cible en 2012 (2,1%). Les résultats de l'enquête du printemps de la Banque sur les perspectives des entreprises montrent que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'inflation mondiale de l'inflation de 1 à 3 %. Une majorité de firmes estiment maintenant que l'inflation sera dans la moitié supérieure de cette fourchette, ce qui cadre avec la hausse rapide qu'ont connue récemment les cours des produits de base.

Graphique 21 : En dépit d'un regain recent, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a été modérée au cours de la dernière année

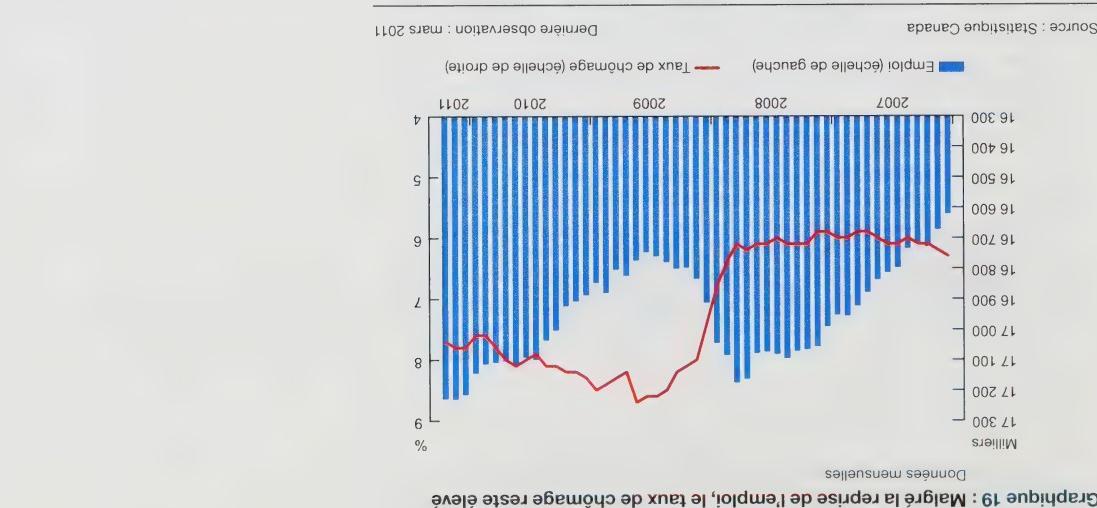


Graphique 20 : L'inflation mesurée par l'indice de référence démarre modérée, alors que des facteurs temporaires ont fait monter l'inflation



Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011. Ensuite, l'inflation mesure par l'indice de référence a encore fléchi ces derniers mois (**Graphique 20**). Un certain nombre de facteurs temporaires sont venus tempérer le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, notamment les malversations inhérentes aux évaluations des prix des véhicules automobiles dans le secteur hôtelier enregistrées il y a un an (associées, dans ce dernier cas, à la tenue des Jeux olympiques de Vancouver), ainsi que les récents rabais accordés sur les prix de l'électricité en Ontario. De plus, il semble qu'une partie des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH ait été reportée sur les prix à la consommation, abaissant ainsi l'inflation mesurée par l'indice de référence de l'environnement. Si l'on fait abstraction de ces facteurs, l'inflation sous-jacente est demeurée stablement au-dessus de 1 1/2 %.

Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011.



L'inflation mesure par l'IPC global s'est située en moyenne à 2,3 % en janvier et février, ce qui correspond à son niveau moyen au quatrième trimestre de 2010. Les effets de l'augmentation du prix mondial de l'énergie et des autres produits de base sur l'inflation au Canada ont été assez modérés au cours de l'année. L'effet direct de la TVH et des autres modifications apportées aux importations par les provinces qui sont entrées en vigueur depuis juillet 2010 continue également de pousser à la hausse le taux de variation sur douze mois de l'IPC global.

Les mesures des attentes d'inflation à court terme se sont élevées légèrement ces derniers mois, par suite de la montée observée des cours des produits de base, alors que celles des attentes d'inflation à long terme n'ont pas changé de 2 %.

La Banque estime que les attentes de l'inflation sont solidement ancrées à la hausse du dollar canadien.

Graphique 21 et de la modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre

exécutif persistante au sein de l'économie, ainsi que de la croissance stable, s'établissent légèrement au-dessus de 1 1/2 %, en raison de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des prix à la consommation, dépassant ainsi l'inflation de ces derniers mois.

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Enfin, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Ensuite, l'inflation sous-jacente est démarquée globalement par l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la

stabilité des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, ainsi que de l'offre modérée des services de main-d'œuvre (Graphique 21).

Dernière observation : 2011-1
Source : Banque du Canada

pour ce trimestre.

demande par l'étoile) se rende sur une augmentation prévue de la production de 4,2 % (en rythme annuel).

ébatement la Banque du Canada. La valeur estimée de la production pour le premier trimestre de 2011 (in-

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qui utilise

capacité de l'énergie à la demande.

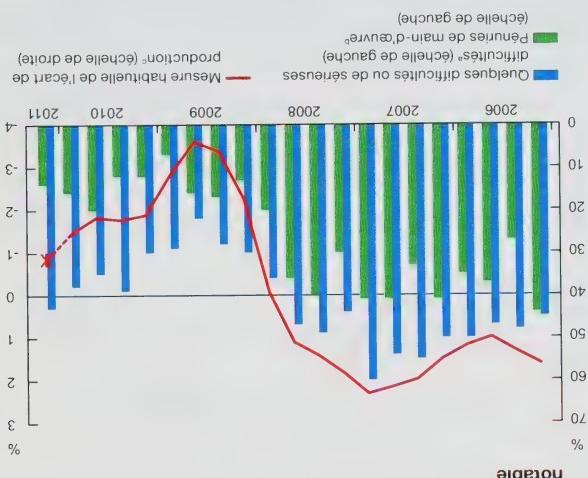
Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une perte de main-d'œuvre au cours du précédent leur

b. Réponses à la question relative aux pertes de main-d'œuvre, dans l'ensemble du secteur.

difficultés ou de besoins différents d'entreprises ayant rencontré des difficultés internes ou liées au demandeur.

perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant rencontré quelques

a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'ensemble sur les



Graphique 18 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire

de la Banque) laissent entrevoir une marge de ressources inutilisées de 0,9 % (Graphique 19). Ces dernières sont resserrees au premier trimestre de 2011, pour se situer à « Periodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web. Sur les perspectives des entreprises puras au printemps (voir la rubrique quête -0,9 % (Graphique 18). Les résultats de la Banque montrent que mal à faire face à une hausse intarissante de la demande totale rentrée du moins ampliée, la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient déjà du niveau moyen de l'enquête. Cette situation cadre avec le taux de chômage relativement élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine, et implique une persistance de l'offre excédentaire sur le marché du travail (Graphique 19).

Divers indicateurs des professions s'expriment sur l'appareil de production révèlent l'existence d'une offre excédentaire persistante au sein de l'économie canadienne. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que la marge de capacités excé- nomie canadienne. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que la marge de capacités excé- dentaires s'est resserree au premier trimestre de 2011, pour se situer à « Periodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web. Sur les perspectives des entreprises puras au printemps (voir la rubrique quête -0,9 % (Graphique 18). Les résultats de la Banque montrent que mal à faire face à une hausse intarissante de la demande totale rentrée du moins ampliée, la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient déjà du niveau moyen de l'enquête. Cette situation cadre avec le taux de chômage relativement élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine, et implique une persistance de l'offre excédentaire sur le marché du travail (Graphique 19).

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

permier trimestre.

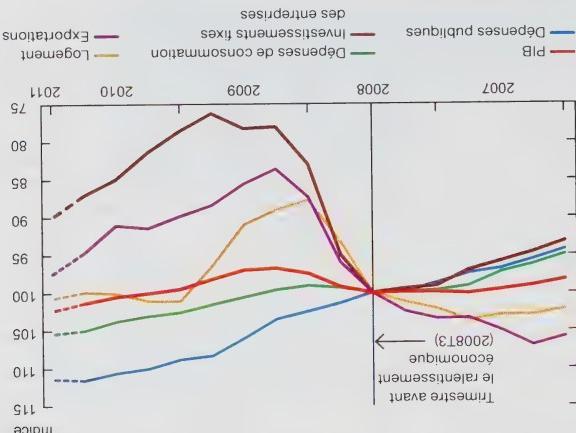
tement au quatrième trimestre de 2010, semblent s'être normalisées au toutefois des investissements en stocks, qui, après s'être concentrés dans les importations, s'est montée volatil, en raison principalement des fluctuations des investissements dans les exportations. La croissance est donc étayée aux trimestres suivants (Note technique 1). La croissance devrait être reconduite au deuxième trimestre de l'année pour rebondir la croissance de l'économie canadienne au deuxième trimestre les perturbations de l'offre surviennent après le séisme au Japon devraient

Si l'appart des exportations nettes à la croissance au quatrième trimestre a été relativement modeste, le redressement des exportations au deuxième trimestre a été toutefois plus important qu'on ne le prévoyait en janvier, cette évolution faisant suite à une période de contributions négatives continues contribué au premier trimestre de 2011. Le redressement des exportations au deuxième trimestre a été principalement dû à des exportations de matières premières, qui ont notamment augmenté par la hausse des exportations de matières premières, comme les véhicules automobiles et les produits manufacturiers. Bien que les exportations de produits manufacturiers aient toutefois baissé dans la seconde moitié de l'année, leur contribution à l'expansion économique a été importante au deuxième trimestre de 2011.

Le deuxième trimestre a été marqué par la hausse des exportations de matières premières, qui ont notamment augmenté au deuxième trimestre, mais qui ont néanmoins baissé au troisième trimestre. Les exportations de matières premières, qui ont toutefois augmenté au deuxième trimestre, ont toutefois baissé au troisième trimestre.

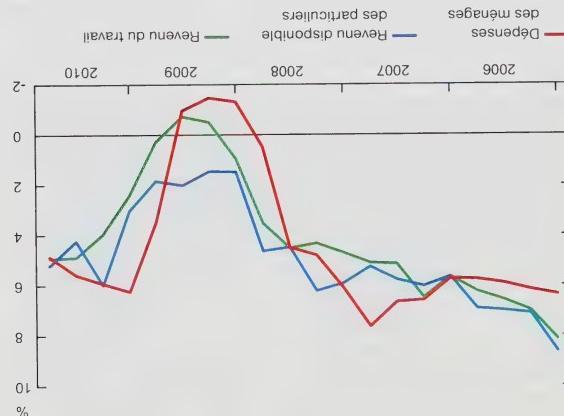
Sources : Statistique Canada

Note : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2011 sont des estimations de la Banque du Canada.



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010t4

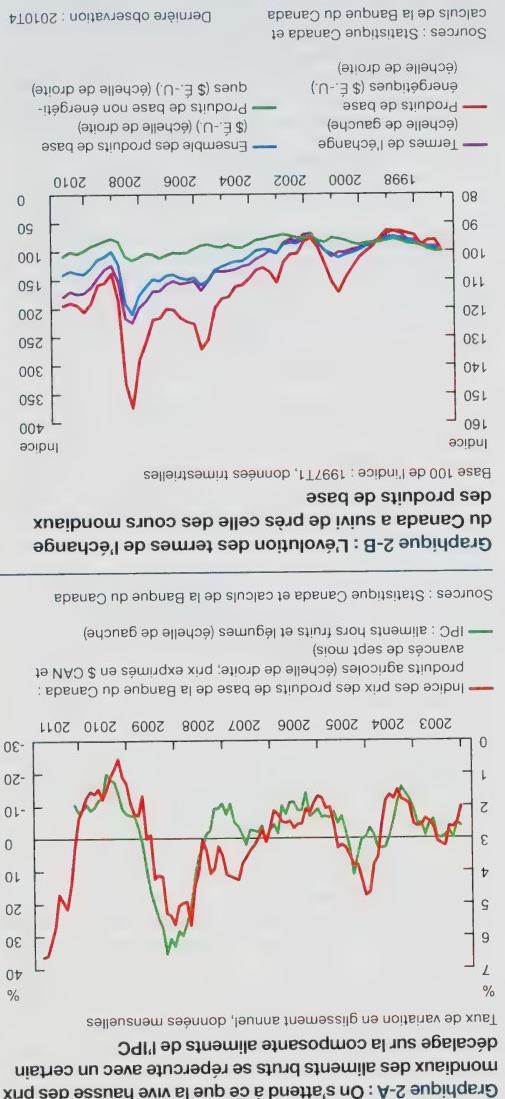


Graphique 19 : Le taux de variation annuel moyen des dépenses des ménages

Graphique 20 : Le taux de variation annuel moyen des revenus des ménages

L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne

Note technique 2 (suite)



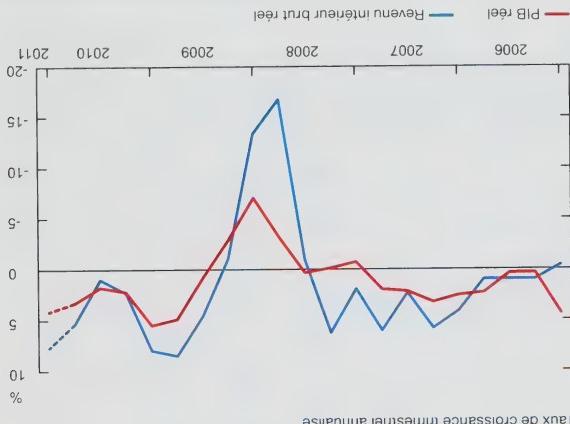
Les décideurs publics peuvent faire abstraction des chocs d'offre de courte durée et des possesseurs spéculationnistes. Par contre, lorsqu'eux-là augmentent le taux d'inflation sera généralement plus prononcé. Et plus les exportations du Canada hors produits de base vers les pays responsables de l'essor de la demande mondiale se rapprochent, plus celle-ci dépendra de l'offre à l'étranger.

Bien que l'offre soit récemment été perturbée en raison des désordres géopolitiques et des désastres naturels, et malgré les tensions spécielles qui s'accentuent les mouvements de prix dus aux facteurs fondamentaux, la Banque est d'avuis qu'une hausse marquée est souvenue de la demande impulsive à une croissance rapide dans les pays émergents est le principal moteur de la demande mondiale comme seulement 10 % des exportations canadiennes sont destinées aux marchés émergents, les niveaux

Il existe un démerit caractéral, celui de la **demande étrang**erie qui attribue des prix des produits de base. Les augmentations des prix des facteurs à l'origine de ces autres canaux, selon les facteurs à l'origine de leurs perturbations ou au contraire amplifie celle de leur rôle est déterminant puisque son action gère. Son rôle est déterminant puisque son action peut contrabalance ou au contraire amplifier celle des autres canaux, selon les facteurs à l'origine de leurs perturbations à l'origine de leur demande. Les augmentations des prix des produits de base, qui sont attribuables à la spéculation ou à certaines conditions géopolitiques ou à des phénomènes extrêmes, par exemple) possètent les coulisses des importations canadiennes hors produits de base. Si, à l'opposé, le renchérissement des matières premières qui résulte d'une intensification de l'activité mondiale détermine en effet une demande. L'économie canadienne en effet a des avantages additionnels, car la demande d'exportations canadiennes hors produits de base progresse elle aussi.

gratuit. Ensuite, il peut être proposé aux participants un programme de formation en ligne sur les lignes de crédit hypothécaires. Ces dernières peuvent être utilisées pour l'acquisition d'un logement maximal et peuvent également être utilisées pour l'acquisition d'un logement supplémentaire à 80 % de l'ensemble des dépenses. Les dépenses peuvent être déduites de l'ensemble des dépenses.

Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2011 sont des estimations de la Banque du Canada.
Source : Statistique Canada.



Graphique 15 : La croissance du revenu intérieur brut au Canada a récemment dépassé nettement celle du PIB réel en raison de gains importants au chapitre des termes de l'échange

Les investissements fixes des entreprises ont continué de croître à un rythme robuste au cours des derniers trimestres, sous l'impulsion surtout de l'activité dans le secteur primaire. Le niveau estimé des investissements des entreprises au premier trimestre est néanmoins demeuré bien en deçà du sommet atteint la récession (Grapthique 17).

évolution des dépenses des ménages s'est rapprochée de celle des revenus. Au quatrième trimestre, la croissance rapide de la consommation concordait avec la hausse marquée du revenu disponible (graphique 16). Si le taux d'épargne est ainsi resté assez stable au cours de l'année, l'expansion vigoureuse observée au deuxième trimestre a été démentie par l'amélioration du marché du travail, elle a aussi été stimulée, de façon temporaire, par les transferts publics associés à l'en-treprise en vigueur antérieure de la taxe de vente harmonisée (TVH) en Ontario. La Banque estime qu'au premier trimestre, la croissance de la consom- mation a relancé partiellement à celle des revenus, qui s'est modérée, bien que les deux continuent d'être sensibles par la bonification des termes de l'échange de biens et services au chapitre de l'activité des ménages.

Dans ce contexte, l'investissement résidentiel s'est maintenu à un niveau élevé ces derniers trimestres, quoique la partie de l'activité au deuxième trimestre puisse s'expliquer en partie par un déve-nement des dépenses liées aux modifications apportées aux règles relatives à l'assurance maladie.

Note technique 2).

en effet remonter à l'origine de la crise et de l'effacement progressif des exportations et de l'investissement dans les secteurs manufacturier et agroalimentaire. La baisse du raffermissement des exportations et de la consommation, la régression des cours des produits de base et la diminution des cours des matières premières ont entraîné une récession dans l'ensemble de l'économie canadienne.

Leviathan des dépressions des marchés s'est approché de celle de leurs revenus.

L'activité économique au Canada a été mesurée dans le deuxième trimestre de l'année. Le rapport de janvier. Les dépenses publiques progressent à un rythme vigoureux et la contribution des dépenses publiques à la demande globale au Canada s'est amorcée.

Le redéquilibrage attendu de la demande mondiale est modérée, un certain nombre de facteurs temporaires favorisent l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la fin de l'année.

Même si l'inflation sous-jacente est modérée, un certain nombre de facteurs temporels favorisent l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la fin de l'année. Ces facteurs augmentent les prix de l'énergie survenues dans les provinces, ainsi qu'aux changements apportés aux importations perçues par l'industrie manufacturière. Ces dernières mois, en partie par l'influence de récessions transitoires. On s'attend à ce qu'elles remontent graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe lentement, due à la progression de la demande mondiale. La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

Le PIB réel du Canada a cru à un taux annuelisé de 3,3 % au quatrième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion sera encore accéléré pour atteindre 4,2 % au premier trimestre de 2011.

L'activité économique

L'évolution récente

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

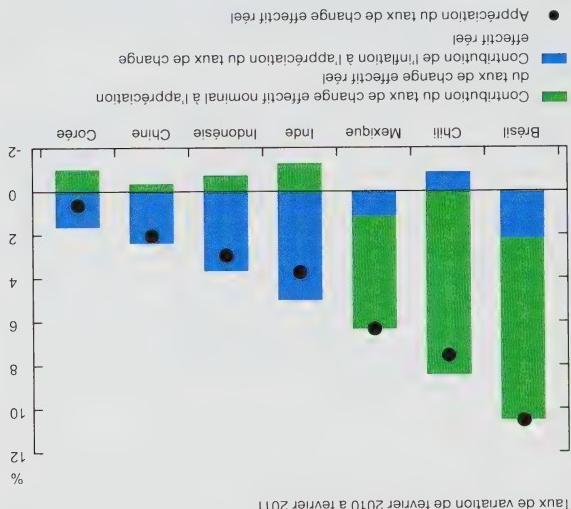
La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

La vigueur persistante du dollar canadien pourraient renforcer encore davantage les ventes canadiennes aux États-Unis, toutefois, une partie de l'inflation canadienne résulte de l'inflation américaine.

L'économie canadienne

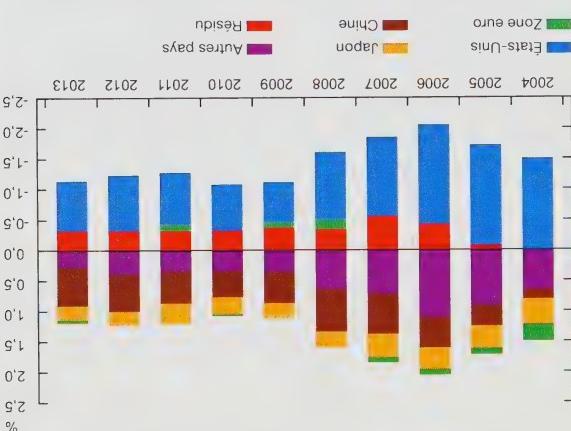
Source : Banque des Réglements internationaux



Graphique 14 : La hausse des taux d'inflation dans certaines économies d'Asie contribue à l'appréciation de leurs taux de change effectifs réels

Nota : Le résidu correspond à l'erreur statistique et a été maintenu à sa dernière valeur historique tout au long de la période de projection.

Sources : Fonds monétaire international et projections de la Banque du Canada



Graphique 13 : Les déséquilibres mondiaux dévoilent des erreurs considérables

compte courant nettement excédentaire. producteurs de matières premières, qui collectivement affichent déjà un des produits de base devraient renforcer les complexes courants des pays retarder le redressement du compte courant. Par contre, les prix élevés tive du renchérissement du pétrole sur les termes de l'échange devrait

traduire par une augmentation des finances publiques, mais l'influence négative des pays possèse à la hausse leurs taux de change réel (Graphique 14). Aux États-Unis, l'assainissement anticipé des finances publiques devrait se résoudre de ces déstabilisateurs, la montée des taux d'inflation dans certains pour limiter l'appreciation de leurs taux de change monnaieux retardera tout la même si les mesures prises par les autorités de certains pays émergents

Même si les économies émergentes.

Le scénario de référence de la Banque donne à penser que les importants

économies émergentes.

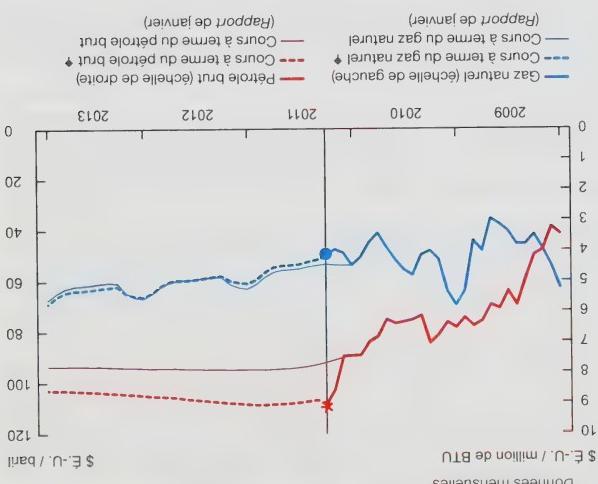
Recettes et d'une certaine décelération de la demande en provenance des hausses graduelle de la production de matières, d'un retour à la normale des et des produits agricoles. Par la suite, ils devraient se replier en raison d'une tient aux effets persistants du resserrement de l'offre sur les prix des matières non énergétiques devraient monter quelque peu jusqu'à la fin de 2011, ce qui contribue à limiter l'augmentation des prix. Les cours des produits de base

donne à penser que la Banque des équilibres mondiaux perdureront jusqu'à la fin de 2013.

LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE DE LA BANQUE

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)
Note : Les valeurs des prix du pétrole brut au cours des deux semaines se terminant le 8 avril 2011 sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'à la fin de 2011.

- * Cours au comptant du pétrole brut (8 avril 2011)
- Cours au comptant du gaz naturel (8 avril 2011)
- + Prix moyen des cours quotidiens au comptant jusqu'à la fin de 2011
- (Rapport de Janvier)



Graphique 12 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2013

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial (en pourcentage)	Croissance du PIB mondial (en pourcentage)	Part du PIB mondial (en pourcentage)	Croissance du PIB mondial (en pourcentage)
Etats-Unis	2010	2011	2012	2013
Zone euro	20	2.9 (2,9)	3,0 (3,3)	3,2 (3,2)
Japon*	15	1,7 (1,7)	1,8 (1,5)	1,7 (1,5)
Chine	6	4,0 (4,3)	0,8 (1,4)	2,6 (2,1)
Autres pays	13	10,3 (10,4)	9,3 (9,3)	8,8 (8,8)
	46	5,5 (5,7)	4,3 (4,0)	3,8 (3,8)
Ensemble du monde	100	4,9 (5,0)	4,1 (4,0)	3,9 (3,9)
	3,9			

La partie de ce chapitre qui porte sur les mesures de l'économie mondiale, octobre 2010, la partie qui concerne les autres pays ou groupes de pays, au deuxième trimestre 2009, et celle qui concerne les États-Unis au deuxième trimestre 2010, sont toutes trois basées sur les données relatives aux deux dernières années relatives aux deux dernières années de l'année en question.

l'embellissement de l'école. Dans ses deux dernières révisions (2009 et 2011), le document a été étendu pour inclure les établissements privés, soutenus par l'amélioration des conditions sur le marché du travail.

En Chine, la poursuite du rassurement monétaire et du crédit ainsi que la hausse des prix des produits de base relèvent tout raisemblalement le rythme d'expansion d'ici la fin de 2013. La Banque prévoit un faible déploiement de la demande intérieure alors que l'investissement vers la consommation facilite par l'adoption de nouvelles mesures de politique structurelle qui devraient améliorer la nécessité d'accumuler une épargne de précaution. Elle s'attend à ce que le rythme de progression des exportations nettes diminue au cours de la période de projection en raison de l'appreciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise.

La croissance au sein des autres économies émergentes devrait aussi relancer l'activité à la fin de 2013, complète tenu de la légère modération de l'activité en Chine, du ralentissement des stimulants budgétaires mis en place durant la récession, et de la forte montée des taux de l'inflation qui pèse sur les dépenses et la demande.

supérieur aux niveaux escamptés dans le Rapport de Janvier, à cause de la possèse des prix du pétrole et des produits de base non énergétiques. Seul les cours les plus élevés des cours à terme, les prix du pétrole West Texas intermédiaire (WTI) devraient se maintenir aux alentours de 103 à 109 dollars/E.-U. (graphique 12). Les prix du gaz naturel, comme l'illustre la courbe la plus récente des cours à terme, devraient augmenter modestement sous l'effet d'un déplacement de la demande du pétrole vers d'autres sources de pétrole. Durant la période prochaine, ces prix devraient toutefois demeurer à un bas niveau, comparativement à leur relation passée avec les prix du pétrole, car l'offre excédentaire attribuable à l'exploitation du gaz de schiste

5 Dans les rapports d'activité que doivent remettre aux autorités administratives les deux dernières années de la réforme de l'éducation de la sécurité sociale.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester stable aux niveaux escomptés dans le rapport de janvier.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Une amélioration graduelle des conditions sur les marchés du travail devrait favoriser la progression de la consommation aux Etats-Unis pendant la période prochaine, même si cette progression devrait être faible face à la hausse des prix du pétrole et la réconsécration des bilans des ménages qui est en cours. Les réductions d'impôt temporaires annoncées à la fin de l'année dernière vont aussi stimuler fortement la consommation en 2011.

Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient rebondir modérément au cours de la période de projetin. Outre la présence soutenue de la demande privée, les exportations nettes dans la zone euro, le taux d'accroissement du PIB réel devrait avoisiner 1,8 % en moyenne annuelle tout au long de 2011 et de 2012. La Banque centrale européenne devrait au long de 2011 et de 2012 faire face à une inflation de lassassinissement budgétaire, les préoccupations persistantes à propos des finances publiques des pays périphériques et le renchérissement du pétrole. Toutefois, les exportations nettes devraient continuer grandement à croître de la croissance de l'activité, sous l'impulsion de la demande robuste en Chine et chez d'autres partenaires commerciaux. En 2013, le PIB réel devrait grimper de 2,3 %, alors que l'effet négatif imposé par les mesures d'austérité budgétariale commencera à se ressentir.

La croissance au Japon devrait reléguer de fagon marquée en 2011, par suite du retrait des mesures de relance budgétaire, de l'appréciation extérieure du yen et du recul de la production délocalisée des dommages causés par le

La réprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013, essentiellement comme prévu dans le *Rapport de la Banque centrale*¹⁴. On s'attend à ce que la demande intérieure privée dans les économies avancées émergisse au cours de la période prochaine. La demande robuste des économies émergentes favorise la vigueur sous-jacente des cours des produits de base, tandis que l'amplification par les chocs d'offre déclutant de l'évolution récente de la situation géopolitique. Ces augmentations de prix, conjuguées à la demande excédentaire persistante dans les grandes économies émergentes, contribuent à une reprise plus générale des prix dans le monde.

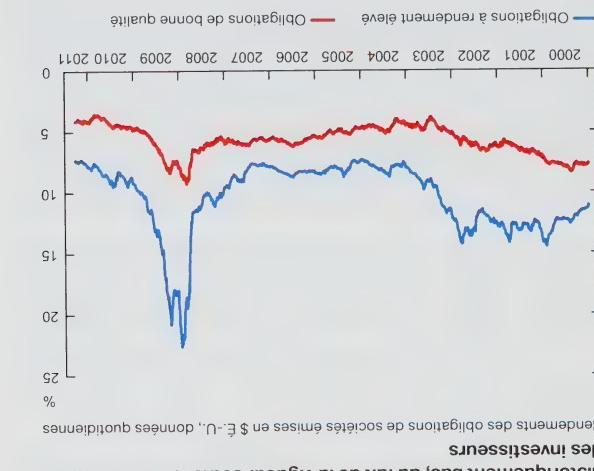
Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013, affichant ainsi un profil de croissance légèrement inférieur à celui posé dans le *Rapport de janvier*. Un ralentissement de l'expansion économique aux États-Unis durant la période de projection. Le renchérissement de l'énergie devrait atténuer légèrement le rythme de progression des dépenses des ménages. La politique budgétaire restera un important moteur de la croissance en 2011, mais elle aura un effet modérateur au total, en 2012 lorsqu'e-

Dans la zone euro, le taux d'accroisse-
ment du PIB réel devrait avoisiner 1,8 %
tout au long de 2011 et de 2012.
La croissance au Japon devrait ralentir
de façon marquée en 2012.

Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013.

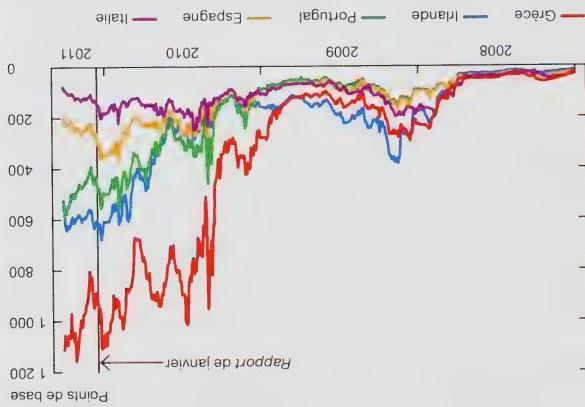
La réprise économique a échelonné au globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013.

Source : Bank of America Merrill Lynch



Graphique 11 : Les rendements des obligations de sociétés sont à des niveaux historiquement bas, du fait de la vigoureuse soutenance de la demande historique

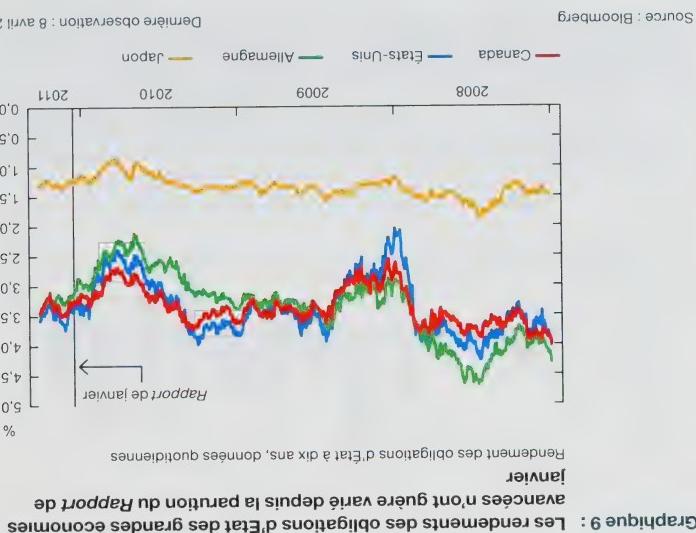
Source : Market



Graphique 10 : On observe une différenciation croissante sur les marchés européens des titres d'emprunt souverains

La monnaie de bon nombre de pays émergents a subi de fortes pressions à hausse en raison du dynamisme de leur économie et de la présence de certains postes entre leurs taux de change réels qui simposent toutefois certains. L'ajustement des taux de change aux interventions et aux restrictions sur les mouvements de capitaux.

décarres possètent entre leurs taux de change par rapport aux économies avancées. La hausse dans le cours croissant aux interventions et aux restrictions sur les mouvements de capitaux.



ment pas bouge dans les économies émergentes.

certains cas, ils ont dépassé la plupart des sommets antérieurs, mais ils n'ont pratiqué dans les pays avancés depuis le Rapport de janvier historique, dans certains pour le risque (Graphique 11). Les cours des actions ont aussi grimpé fait de la demande robuste et d'un renforcement de l'appétit des investisseurs.

émisses en dollars É.-U. se situent actuellement à un plancher historique, du sommet. Les taux d'emission d'obligations de sociétés attestant de nouvelles avantages et l'émission d'obligations de sociétés atténuant de retombées nuent à afficher une forte demande, les écarts de crédit se rétrécissent. Les marchés du crédit aux entreprises dans les économies avancées contin- jusqu'à maintenant, il y a peu de retombées dans d'autres pays d'Europe.

dans les taux d'intérêt face à certains emprunteurs (Graphique 10).

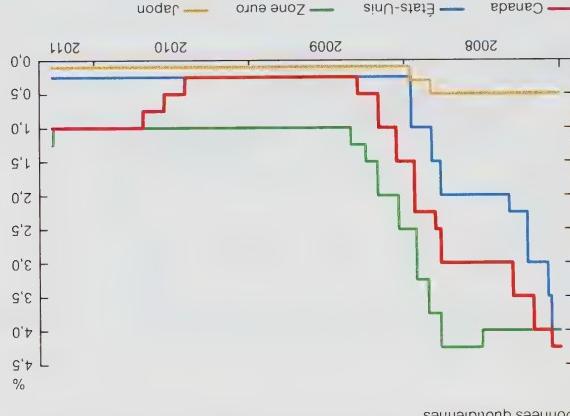
tion croissante sur les marchés eurocéans des titres d'emprunt, puisque d'Europe et à l'état de leurs sociétés bancaires. On observe une différence entre quant aux niveaux d'endettement élevés de certains pays souverains dans les taux d'intérêt face à certains emprunteurs. Cependant, les préoccupations persistantes entourant les restructurations possibles des tensions grandissantes en Europe et au Moyen-Orient ainsi que l'incidence du tremblement de terre et la crise nucléaire au Japon ont été compensées par un optimisme accru quant aux perspectives de croissance dans le monde et par l'améliora- tion de la confiance des investisseurs. Cependant, les préoccupations persistantes entourant les bas en regard du passé (Graphique 9). Les inquié- de janvier et resteront bas en regard du rapport du Rapport aux niveaux auxquels ils s'établissaient lors de la publication du Rapport sur les marchés financiers mondiaux sont toujours très favora- bles, même si la volatilité s'est accrue récemment. Les rendements des obli- gations d'Etat dans les grandes économies avancées n'ont guère varié par rapport aux conditions sur les marchés financiers mondiaux soit toutours très favorables.

L'évolution des marchés financiers mondiaux

sous-jacentes modérées (Graphique 8). Toutefois, étant donné les repres- sions du renchérissement des produits de base, les autorités de centrales ont maintenu leur politique monétaire accommodante au-delà de ce qui était nécessaire pour assurer la stabilité des prix. L'inflation globale a un moment où les taux de chômage restent élevés et où les capacités inutilisées persistent.

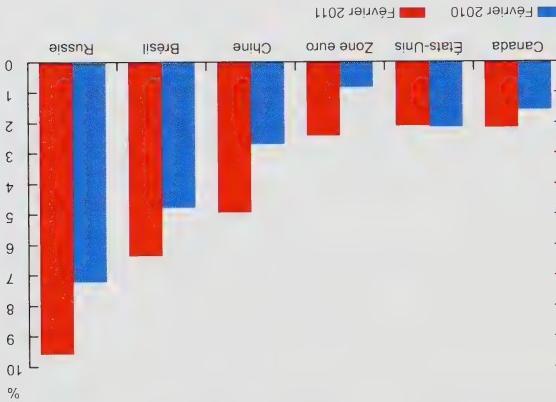
3 La proportion de produits alimentaires dans les paniers de l'IPC est de 17 % au Canada, de 14 % aux États-Unis, de 23 % dans la zone euro, de 30 % au Mexique, de 32 % en Chine et de 38 % en Russie.

Banque centrale européenne et Banque du Japon
Première observation : 8 avril 2011
Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis.
Etats-Unis appliquent une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.
Pourtant de 0,0 à 0,1 % au lieu de la cible de 0,1 % qu'ils visent jusqu'à la fin. Réserve fédérale des



Graphique 8 : Les taux directeurs démentent à des creux historiques ou les avoisinent dans la plupart des économies avancées

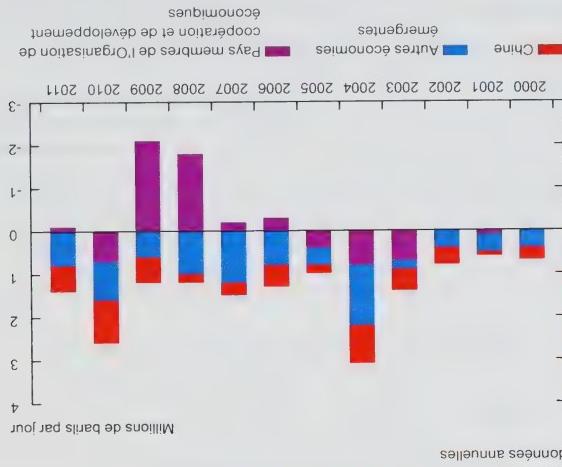
Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Bureau populaire de Chine, Institut breveté de géostatistiques et Service fédéral des statistiques d'État de Russie (ex-Goskomstat) et Statistique fédérale russe des statistiques d'État de Russie (ex-Goskomstat). Première observation : février 2011



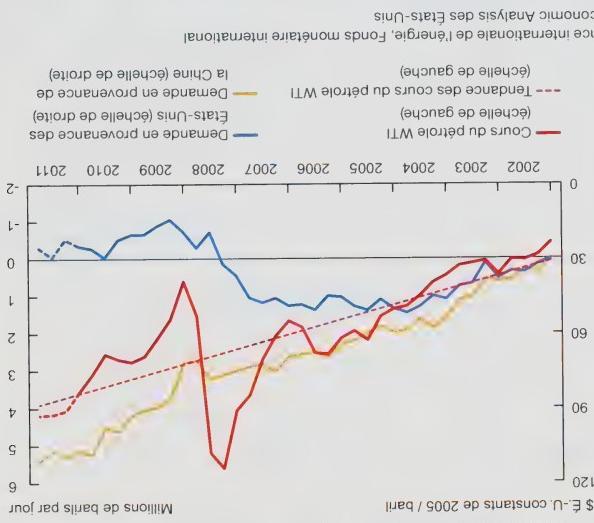
Graphique 7 : La montée des cours des matières premières exercice des pressions à la hausse sur l'inflation mondiale

de la demande excédentaire observée³. Même si les autorités de nombreux pays émergentes ont réagi en relevant les taux d'intérêt et en appliquant des taux très restrictifs, la politique monétaire de beaucoup de ces pays demeure très expansionniste. Dans la plupart des économies avancées, les taux directeurs se situent toujours à leurs creux historiques ou près de ceux-ci, à cause de l'offre excédentaire et des tensions inflationnistes dans le secteur. Les autorités de régulation ont également mis en place des mesures restrictives. Dans la plupart des économies avancées, les taux directeurs se situent toujours à leurs creux historiques ou près de ceux-ci, à cause de l'offre excédentaire et des tensions inflationnistes dans le secteur. Les autorités de régulation ont également mis en place des mesures restrictives. Dans la plupart des économies avancées,

Nota : les données portent sur l'ensemble des prévisions de l'Agence internationale de l'énergie. Les membres de l'OIEA sont responsables de leur propre énergie et de leur propre développement économique. Source : Agence internationale de l'énergie



Graphique 6 : Les économies émergentes tirent la croissance de la demande



Graphique 5 : La demande en provenance de la Chine à une immeubles marquée

La montée des cours des produits de base a fait augmenter l'inflation globale dans les pays avancés et émergents (*Graphique 7*). Ces effets dévastant perdureront en 2011. Les économies émergentes ont vu les pressions inflationnistes se développer particulièrement rapidement en raison de la proportion importante de produits alimentaires dans le panier de leur IPC, de leurs processus de production à forte intensité énergétique et, plus généralement,

Les échomètres émergentes ont vu les pressions inflationnistes se développer particulièrement rapidement.

1 Afin de se retrouver dans un état de mobilité plus étendue, il faut prendre des mesures de restriction dans les déplacements et les séjours.

2 Les cours du Canada sont ouverts à tous les étudiants étrangers qui ont obtenu une offre d'admission de l'université canadienne.

Les cours des produits de base à l'échelle mondiale sont élevés, mais la demande vigoureuse et la base à l'échelle mondiale sont élevées, mais le prix de 18 \$/t est inférieur à l'indice des prix des produits de base (IPB) de la Banque du Canada soit supérieurs à leurs moyennes de longue période en termes réels. Les cours du pétrole brut ont bondi sous l'effet des troubles en Afrique du Nord et au Moyen-Orient et les prix de nombreux produits non énergétiques ont atteint des niveaux records. Le gros de la demande accrue de produits énergétiques ces dernières années émane des économies émergentes, surtout celles d'Aise (Graphique 5 et Graphique 6). Les prix des produits agroalimentaires possèdent à la hausse par la forte demande en provenance des pays émergents qui ont porté à de nouveaux sommets. Les cours des matières dérivées sont également dans l'industrie de la demande robuste de également des sommes inégalées, sous l'influence de la demande robuste de la Chine et du manque de capacités de production dans l'industrie de l'ex-

Appréhensions à l'égard de la hausse des prix des propriétés et de la liquidité excessive grandissent. Les autorités ont pris des mesures additionnelles au cours des trois derniers mois afin de tenir délimiter ces pressions sur les prix. Elles ont augmenté le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 100 points de base au total. L'ambition est de 20 % pour les grandes institutions, et ont relevé le taux de référence des dépôts à un an de 50 points de base pour le porter à 3,25 %. Toutefois, avec un taux d'inflation avoisinant 5 % en glissement annuel, les taux d'intérêt réels en Chine sont toujours négatifs. Le crédit s'accroît à un taux annualisé de près de 20 %.

Note: les estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptoir jusqu'au 2011 sont comparées aux cours quotidiens au Canada source : Banque du Canada



Graphique 4 : Les cours mondiaux des produits de base sont élevés Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice :

En Chine, l'expansion économique a continué de dépasser les attentes des signes de surchauffe se manifestent. Les pressions inflationnistes s'intensifient, les investissements dans l'immobilier sont inhabituellement élevés et les continuent de dépasser les attentes.

deux premiers mois de 2011, avant que les perturbations produites par les récents événements n'entraînent des pertes de production massives, qui perturberont dans les prochaines trimestres (Note technique 1).

Le Japon représente environ 6 % de l'économie du globe.
Par exemple, le Japon détermine l'heure ferroviaire dans le monde entier.

De grandes inégalités demeurent tout de même. L'a perturbation des chaînes d'approvisionnement intermédiaires pourraient s'avérer plus grave que le déclin des partenaires si les échanges sont prélevés sur les premières estimations. Les compagnies de télécommunications ont été les plus touchées par la crise. La Banque mondiale a prélevé 10 milliards de dollars sur les réserves de la République centrafricaine pour financer l'opération de lutte contre le choléra. Les deux dernières années ont été marquées par une augmentation importante du taux de chômage dans le secteur formel et non formel. Les deux dernières années ont été marquées par une augmentation importante du taux de chômage dans le secteur formel et non formel. Les deux dernières années ont été marquées par une augmentation importante du taux de chômage dans le secteur formel et non formel.

l'expansion de l'économie canadienne dans les secteurs de la construction et des services administratifs (tableau 1). Ces difficultés devraient réduire le rythme de croissance du produit intérieur brut au deuxième trimestre. Cela entraînerait une baisse de la demande mondiale de produits de base. La Banque centrale stimulerait alors la croissance au Japon et la Chine, mais ces deux économies mondiales seraient alors confrontées à des difficultés similaires. Les efforts de reconstruction au Japon et la montagne de dettes publiques et privées qui l'entourent empêtreraient le pays dans un cercle vicieux de dépression et de stagnation. La croissance mondiale se ralentirait alors progressivement, entraînant une baisse de la demande mondiale de produits de base. La Banque centrale devrait donc davantage stimuler la croissance sur le marché japonais pour empêcher une récession mondiale.

Le Japon est à la fois une économie mature et une économie en transition. Depuis le début des années 1990, l'économie japonaise connaît une croissance faible mais stable, malgré des difficultés temporaires liées au ralentissement mondial. Cependant, les perspectives pour l'avenir sont moins optimistes. La croissance économique dépend de nombreux facteurs, dont la demande intérieure et extérieure, les investissements dans l'industrie et les services, et les réformes结构的 (struk-tur-ik) structurelles (structural) et institutionnelles. Les défis majeurs sont la réduction de la dette publique, la lutte contre la corruption et l'amélioration de l'environnement.

La Banque du Japon a inscrit de nombreux liquidités afin de soutenir le fonctionnement du système financier. Les sursouvenirs de la banque centrale n'ont pas été utilisés pour financer les dépenses publiques. Au contraire, les dépenses publiques ont été financées par l'émission de titres publics et privés. La vente de ces titres a permis de financer les dépenses publiques et de préserver la stabilité financière. La vente de ces titres a également permis de financer les dépenses publiques et de préserver la stabilité financière. La vente de ces titres a également permis de financer les dépenses publiques et de préserver la stabilité financière.

Séisme au Japon

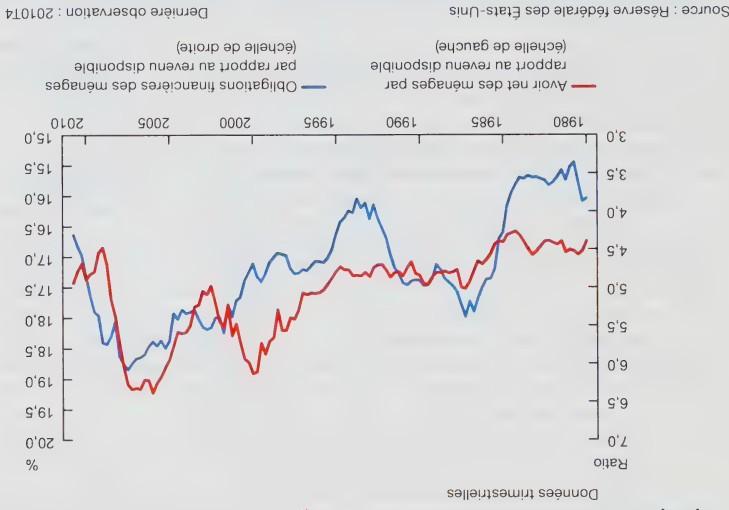
Note technique

Au Japon, le PIB réel a reculé au quatrième trimestre de 2010, en partie à cause du retrait des incitatifs fiscaux. La croissance avait repris pendant les derniers mois de l'année grâce à une demande intérieure solide et à une reprise dans les exportations.

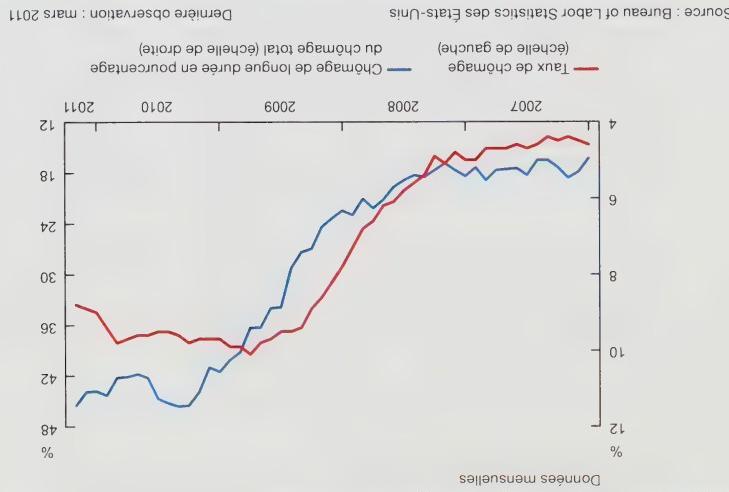
Le taux de chômage se situe à son niveau le plus bas enregistré au cours des deux dernières décennies, alors qu'en Espagne et en Grèce, il atteint des pays souverains et la situation financière des banques. En Allemagne, le taux de chômage est stable à son niveau le plus bas enregistré au cours des deux dernières décennies, alors qu'en Espagne et en Grèce, il

donne l'effet modérateur plus marqué exercé par les mesures d'austérité budgétaire et les préoccupations persistantes entourant les niveaux dendet-

des économies du cœur de l'Europe, qui tent au raffermissement de la demande économique à la posture de vir sessor des exportations. Les facteurs économiques fondamentaux dans les pays périphériques sont toujours décevants mais tableau des économies du cœur de l'Europe, écrit



Graphique 3 : La situation financière des ménages aux Etats-Unis s'est améliorée



Graphique 2 : Le chômage de longue durée demeure élevé aux Etats-Unis

Dans la zone euro, le PIB réel a progressé à un rythme modeste au quatrième trimestre de 2010, en raison du mauvais temps qui a perturbé les activités dans le secteur de la construction. Les indicateurs pour le premier trimestre montrent néanmoins un redressement de la croissance, particulièrement dans la zone euro, où le PIB réel a progressé de 3,1 % au quatrième trimestre de 2010. Ce résultat indique que l'économie mondiale continue de se renforcer.

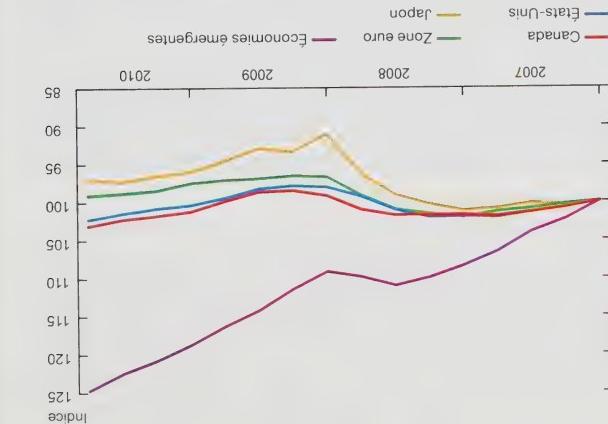
La progression de l'activité économique aux États-Unis a été favorisée par la forte expansion continue des investissements en machines et matériel et par une remontée des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels ont été soutenus par la situation financière solide des entreprises et par l'amélioration des conditions de financement sur le marché, alors que la vigueur des exportations explique par le redressement de la demande mondiale, une dépréciation du dollar américain et une croissance robuste de la productivité.

Le marché du logement aux États-Unis est confronté à des difficultés aigües. La demande demeure très faible, étant restreinte par la morosité du marché du travail et par la vive incertitude entourant les prix futurs de l'immobiliar. Le secteur de la construction non résidentielle a aussi été atone. Depuis le début de l'année, la consommation aux États-Unis a été soutenue par les stimulants budgétaires et des bilans plus favorables. Les ménages ont vu leurs conditions d'accès à la crédit améliorées, les coûts du service de leur dette ont baissé et la hausse des cours des actions a stimulé leur richesse (Graphique 3). Leurs taux d'épargne sont restés élevés, ce qui cadre avec la nécessité de poursuivre leurs efforts pour réduire leur levier dépendant de la dette ouverte au premier trimestre, en raison principalement de l'affaiblissement de la croissance de la consommation. Malgré les améliorations observées récemment sur le marché du travail, le niveau d'emploi est bien en deçà de son sommet précédent et le taux de chômage a long terme se situe à des niveaux historiques (Graphique 2).

Le PIB réel des États-Unis a cru de 3,1 % au quatrième trimestre de 2010. Ce

résultat indique que l'économie mondiale continue de moteur de la croissance par les stimulants budgétaires soutenu par les bilans plus favorables.

Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Bureau de statistique du Japon et Fonds monétaire international. Données observées : 2010T4



Graphique 1 : Les économies émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

PIB réel, base 100 de l'Indice : 2007T1, données trimestrielles

de la croissance mondiale

Indice

(Graphique 1).

Le résultat obtenu observe depuis la participation du *Happoirt* de Javiera donne une idée de la demande se référant aux grands pays brancards et d'une pensée que la demande se référant aux petits pays brancards est due à la crise. Il existe une démarcation entre les économies brancardes et les économies non brancardes. Aux Etats-Unis, le PIB réel a dépassé son niveau d'avant la crise à la fin de l'année 2010. Au contraire, le reste du monde a été dépassé par la crise à la fin de l'année 2009. Les économies non brancardes ont connu une croissance modérée dans la zone euro. Au Japon, les indicateurs économiques étaient relativement stables avant le tremblement de terre au Tohoku ne provoquant des dommages énormes et des perturbations majeures au sein de l'économie. Les pays émergents restent les principaux moteurs de la croissance mondiale.

L'evolution recente

Les conditions financières sont restées très favorables à l'échelle du globe et les investissements sont revenus nettement moins réfractaires au risque, malgré les défis importants qui entachent les perspectives économiques mondiales. Les efforts déployés actuellement pour assainir les bilans des ménages, des banques et des pays souverains continuent à freiner la croissance dans bon nombre de pays avancés, et à monter des cours des produits de base flat augmenter l'inflation dans ces pays à un moment où la pression est forte. Malgré les économies du cœur de l'Europe ont affiché une tenue légèrement meilleure que prévu, certains pays périphériques sont confrontés à de graves vulnérabilités touchant leur secteur bancaire et leur dette souveraine qui pourraient avoir des retombées plus larges en Europe. Les tensions géopolitiques en Asie sont à l'origine d'un tremblement de terre dévastateur survenu le 11 mars contrebas d'un plateau du Nord et au Moyen-Orient et l'évolution de la situation au Japon a également été la cause d'une catastrophe sur la scène mondiale.

Les cours des produits de base sont bondi depuis l'automne sous l'impulsion de la demande vigoureuse toutefois elle en provenance des pays émergents d'Asie.

La reprise économique mondiale s'effectue plus solidement.

La première économie mondiale sera celle qui a su faire évoluer ses structures productives et éduquer ses citoyens à l'ère de l'information. Dans les pays émergents, le résultat de la demande publique monétaire déclinerait alors progressivement. Dans les pays établis, le résultat de la demande publique monétaire déclinerait alors progressivement.

L'économie mondiale

Même si l'inflation sous-jacente est toutefois modérée, un certain nombre de facteurs temporaires freinent grimpier l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la cible de 2 % au milieu de 2012. Cette volatilité à court terme tient à l'incertitude des forces augmentations des prix de l'énergie survenues depuis le début de l'année. Ainsi qu'aux changements apportés aux importations perçus par les provinces, qui continuent à poser l'inflation à la hausse. L'inflation mesurée, en effet, dépend de l'importance des transferts. On attend à ce que le revenu des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des échanges internationaux soit une source importante de l'inflation au Canada tout à trait à la possibilité de l'assouplissement mondial des marchés financiers. Les risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possiblité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accrois des dépenses des ménages canadiens. Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux ventes de certains produits provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. Ces derniers sont principalement liés aux deux types de risques qui peuvent émerger à l'échelle du globe. Les deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada sont trait à la possiblité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accrois des dépenses des ménages canadiens. Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux ventes de certains produits provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

Cette décision laisse en place un degré de détention monétaire devra être évaluée avec toute nouvelle caractéristique d'offre excédentaire notable au Canada. Toute nouvelle compétitive avec l'atente de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte comparable démarre à 1/4 %, et le taux de remunération des dépôts à 3/4 %. Maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel des dépôts d'émission laisse en place un degré de détention monétaire considérable, compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 12 avril 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel des dépôts d'émission démarre à 1/4 %, et le taux de remunération des dépôts au cours de la période de projection.

Bien que recemment l'activité économique au Canada ait été plus forte qu'en 2011, la Banque du Canada a dévoilé une situation qui est largement conforme à la dynamique fondamentale présente en janvier. On observe un rééquilibrage de la demande globale, celle-ci se déplaçant des administrations des institutions publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. Comme en janvier, la Banque anticipe que les investissements des entreprises continueront à progresser rapidement dès que la croissance des dépenses de consommation évolue à un rythme plus soutenu. Celle-ci devrait être favorisée par le renforcement des termes de l'échange et l'augmentation des partenaires, même si le renforcement des profils de croissance légèrement plus solide des ménages qu'on ne l'avait d'abord envisagé. En revanche, l'amélioration des exportations nettes devrait être limitée davantage par les problèmes de compétitivité persistants, lesquels ont été exacerbés par la vigueur récente du dollar canadien.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'économie affichera un taux d'expan- sion de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012 et qu'en 2013, elle progres- sera au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %. La Banque attend à ce que l'économie retrouve son plein potentiel au milieu de 2012, soit deux trimestres plus tôt qu'elle le fera complètement en janvier.

Vue d'ensemble

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
Le révolution récente	3
Le révolution des marchés financiers mondiaux	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	12
Le révolution des marchés financiers	17
L'activité économique	17
L'évolution récente	17
Le taux de change	27
Les conditions financières au Canada	25
L'inflation et la cible de 2 %	23
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	22
Les conditions financières sur la cible de 2 %	25
La demande globale	27
Le marché mondial	32
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	35
Les risques entourant les perspectives	36
canadienne	27
L'offre et la demande globales	28
La projection en matière d'inflation	32
Les risques entourant les perspectives	35
Notes techniques	36
Séisme au Japon	6
L'incidence de l'évolution des prix des produits	19
de base sur l'économie canadienne	19

Calgary (Alberta)

26 mars 2011

Gouverneur, Banque du Canada

— Mark Carney

[...] des fluctuations prononcées et persistantes des prix relatifs favoriseront un ajustement structural important dans l'ensemble de nos économies [...]. Un ajustement est inévitable — et il sera substantiel. Ce genre de changement ne devrait généralement pas être extrême mais plutôt facilité par des politiques visant à rendre l'économie plus flexible [...] les pays doivent tous maintenir la stabilité des prix dans un contexte où on ne peut s'attendre à ce que les politiques monétaires du G3 guident l'évolution du cycle mondial.

Avril 2011

Rapport sur la politique monétaire

- Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la réconduction de la cible de matière de l'inflation » ainsi qu'à la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la Revue de la Banque du Canada.

- Une bonne partie des variations que connaît l'IIPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de compositions volatiles, comme les fruits et légumes, et aux modifications fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IIPC ainsi que l'effet des modifications des importations sur les autres composantes.

Le suivi de l'inflation

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une fourchette de matière de l'inflation allant de 1 à 3 %.
- Des annonces portant sur l'outil de politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates par an.
- En novembre 2006, le taux cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de l'inflation. Le mécanisme de transmission de l'influence sur les taux d'intérêt à court terme dépend de la taille de l'inflation, la masse monétaire et la complexité et la portée des mesures de politique monétaire.
- La matrice de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

La matrice de l'inflation et l'économie

- L'enjeu d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les fluctuations cycliques de la production et de l'emploi.

Loutil de la politique monétaire

- La matrice de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Des annonces portant sur l'outil de politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates par an.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de l'inflation. Le mécanisme de transmission de l'influence sur les taux d'intérêt à court terme dépend de la taille de l'inflation, la masse monétaire et la complexité et la portée des mesures de politique monétaire.

LA STRATÉGIE DE MATRICE DE LINFLATION AU CANADA*

Rapport sur la
politique monétaire
Avril 2011





BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CA1
FN73
- M56

Monetary Policy Report

October 2011



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

October 2011



This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

The challenges in the current global economic environment are significant but so, too, are the opportunities. . . . For its part, the Bank of Canada has a wide range of tools and policy options that it will continue to deploy as appropriate in order to ensure that Canadians can seize these opportunities in an environment of domestic macroeconomic and financial stability.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
20 September 2011
Saint John, New Brunswick*

Contents

Overview	1
The Global Economy	3
Recent Developments	3
Developments in Global Financial Markets	9
Outlook for the Global Economy	11
The Canadian Economy	17
Recent Developments	17
Economic Activity	17
Potential Output Growth	18
Estimated Pressures on Capacity	19
Inflation and the 2 Per Cent Target	21
Canadian Financial Conditions	24
Exchange Rate	26
Outlook for the Canadian Economy	27
Aggregate Demand and Supply	27
The Projection for Inflation	31
Risks to the Outlook	33

Technical Boxes

Deleveraging in the United States Will Continue to Dampen Growth	5
Revisions to Potential Output Growth	19
The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices	22

Overview

The global economy has slowed markedly as several downside risks to the projection outlined in July have been realized. Financial market volatility has increased and there has been a generalized retrenchment from risk-taking across global markets. The combination of ongoing deleveraging by banks and households, increased fiscal austerity, and declining business and consumer confidence is expected to restrain growth across the advanced economies. The Bank now expects that the euro area—where these dynamics are most acute—will experience a brief recession. The Bank's base-case scenario assumes that the euro-area crisis will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, diminished household confidence, tighter financial conditions and increased fiscal drag are expected to result in weak real GDP growth through the first half of 2012, before growth strengthens gradually thereafter. In Japan, reconstruction activity is projected to boost growth over 2012–13, although Japan's economy will be constrained by reduced global activity and the sharp appreciation of the yen. Growth in China and other emerging-market economies is projected to moderate to a more sustainable pace in response to weaker external demand and the lagged effects of past policy tightening. These developments, combined with recent declines in commodity prices, are expected to dampen global inflationary pressures.

The outlook for the Canadian economy has weakened since July, with the significantly less-favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Although Canadian growth rebounded in the third quarter with the unwinding of temporary factors, underlying economic momentum has slowed and is expected to remain modest through the middle of next year. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection horizon, though at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households. Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be dampened by the weaker and more uncertain global economic environment. Net exports are expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank expects that growth in Canada will be slow through mid-2012 before picking up as the global economic environment improves, uncertainty dissipates and confidence increases. The Bank projects that the economy will expand by 2.1 per cent in 2011, 1.9 per cent in 2012 and 2.9 per cent in 2013.

This report includes data received up to 21 October 2011.

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than previously anticipated, with the Canadian economy now expected to return to full capacity by the end of 2013. As a result, core inflation is expected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation has also been revised down, reflecting the recent reversal of earlier sharp increases in world energy prices as well as modestly weaker core inflation. Total CPI inflation is expected to trough around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013, as excess supply in the economy is slowly absorbed.

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence, due to more decisive policy action in the major advanced economies.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 25 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

The Global Economy

The global economy has slowed markedly as several of the downside risks to the projection outlined in the July *Monetary Policy Report* have been realized. Acute fiscal and financial strains in Europe and concerns about the strength of global economic activity have led to increased financial market volatility, reduced business and consumer confidence, and a generalized retrenchment from risk-taking. In this context, pressures in the European banking sector have escalated, contributing to a sharp slowdown in economic growth in the euro area. In the United States, revisions to national accounts data indicate that the recent recession was deeper than previously reported, and the recovery shallower. Growth in many emerging-market economies has also moderated, although it remains relatively robust. Commodity prices have declined significantly in response to diminished prospects for global economic growth.

Consistent with historical experience following severe financial crises, the recovery in advanced economies is projected to continue at a much slower pace than is typical in post-recession periods. In the euro area, economic growth is expected to remain weak over the projection horizon. Even though the Bank's projection assumes that steps are taken to contain the crisis, growth is expected to be restrained by ongoing bank and sovereign deleveraging and only a gradual recovery in confidence. Repair of household balance sheets and an anticipated tightening in fiscal policy are also expected to weigh on real GDP growth in the United States. Growth in emerging-market economies is projected to decelerate in response to lower demand from advanced economies. Owing to the lack of exchange rate adjustment and limited progress in rebalancing global demand, the weak and uneven nature of the current recovery is expected to persist.

The global economy has slowed markedly

In the euro area, economic growth is expected to remain weak over the projection horizon

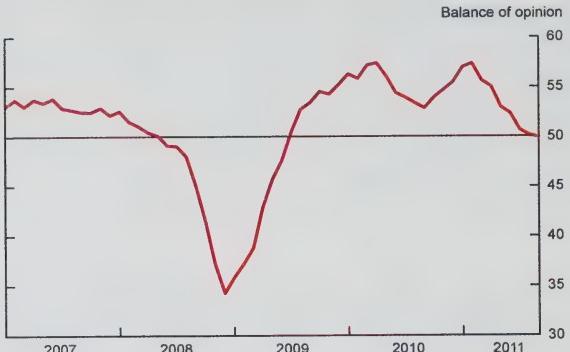
Recent Developments

Global economic growth has weakened considerably in recent months, reflecting a sharp slowing in activity in the United States and the euro area (**Chart 1**). The pace of growth in emerging-market economies has also decelerated, albeit from relatively high levels.

Real GDP growth in the euro area fell to 0.6 per cent in the second quarter, well below expectations at the time of the July *Report*, and recent indicators point to continued weakness in the third quarter. Growth in the core economies has slowed significantly, while economic activity in the periphery remains subdued. Consumer and business confidence, which were already low in the periphery, have also dropped markedly in the core economies. Euro-area banks are restricting access to credit as they attempt to delever (**Chart 2**). Slowing economic activity, reduced confidence and heightened financial stress are becoming mutually reinforcing as concerns regarding

Chart 1: Global economic growth has weakened considerably in recent months

World manufacturing purchasing managers' index, monthly data



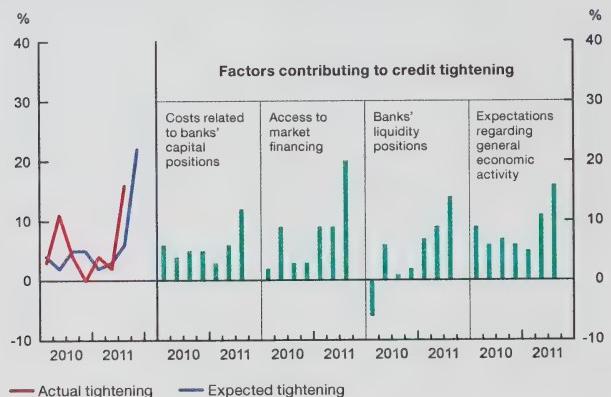
Note: The purchasing managers' index (PMI) is a composite diffusion index of manufacturing conditions. A reading above (below) 50 indicates that a larger percentage of firms reported that their production expanded (contracted) compared with the previous month, while a reading at 50 indicates that production was unchanged from the previous month.

Sources: JPMorgan and Markit

Last observation: September 2011

Chart 2: Euro-area banks are restricting access to credit

Net percentages of banks contributing to credit tightening for enterprises



Note: Data reflect responses to the *Euro Area Bank Lending Survey*. Actual tightening refers to the tightening that has already occurred, while expected tightening refers to the additional tightening anticipated by banks.

Source: European Central Bank

Last observation: 2011Q3

the fiscal sustainability of peripheral Europe spread to some of the core economies, increasing worries about the stability of the banking system.

In the United States, information released since the July Report points to a much lower path for U.S. real GDP in recent years than earlier estimates had suggested. While the fundamental forces and dynamics affecting the U.S. economy have not changed, their magnitudes now appear much larger (**Technical Box 1**). The July revisions to the national accounts data indicate that the U.S. recession was deeper and the recovery shallower than previously reported. Real GDP growth has slowed from an annual rate of roughly 2.5 per cent in the second half of 2010 to less than 1.0 per cent in the first half of 2011. Growth is estimated to have improved in the third quarter of 2011, supported by the recent decline in commodity prices and the

Rewards indicate that the U.S. recession was deeper and the recovery shallower than previously reported

Deleveraging in the United States Will Continue to Dampen Growth

History has shown that, following severe financial crises, most economies experience a period of significant and lengthy deleveraging as households, firms and governments reduce their debt loads. In the early phase of the deleveraging process, GDP growth typically slows significantly, reflecting weaker credit growth and higher savings. This deleveraging process is currently taking place in the U.S. economy and explains, in part, why the Bank continues to predict a sluggish recovery by historical standards.

Prior to the recent financial crisis, the U.S. household sector accumulated significant debts as asset prices were increasing strongly. U.S. household net worth has since fallen by \$7.2 trillion or about 12 times current annual savings (**Chart 1-A**). As a result, a prolonged period of elevated savings will be necessary for households to recoup some of their losses and achieve their desired level of net worth (**Chart 1-B**). Recent benchmark revisions to the U.S. National Accounts show significantly lower household incomes than previously reported and suggest that the process of household deleveraging and reaccumulation of wealth will be more challenging than originally anticipated. While increases in house prices and financial assets could alleviate the need for households to maintain higher levels of savings, no significant gains in wealth are expected in the near term.

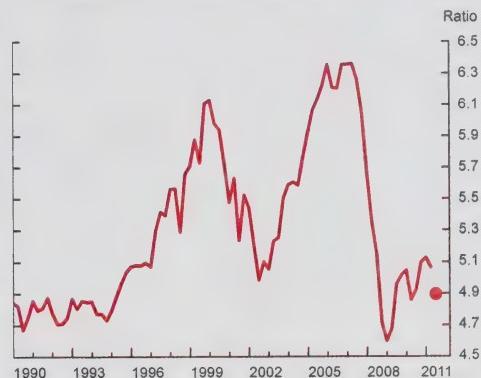
Although a gradual improvement in labour market conditions should boost households' disposable income, fiscal policy is expected to act as a drag on incomes and growth while action is taken to put the U.S. fiscal situation on a sustainable track. The United States will have to lower its general government deficit as a share of GDP from the current value of 9.6 per cent to about 5 per cent by 2013 in order to meet the commitment it made at the G-20 Summit in Toronto. Further fiscal consolidation will be required over the medium term to stabilize or reduce the ratio of government debt to GDP by 2016, also consistent with the Toronto G-20 Declaration.

Although the current U.S. economic recovery is the weakest since the Great Depression, it is in line with average recoveries seen in other advanced economies that have experienced major financial crises. While U.S. bank deleveraging is well under way, still-elevated levels of household debt, weakness in the U.S. housing and

labour markets, and the need for fiscal consolidation all imply that growth in U.S. domestic demand—and, hence, growth in demand for Canadian exports—will remain modest for the foreseeable future.

Chart 1-A: U.S. household net worth fell significantly during the recent recession

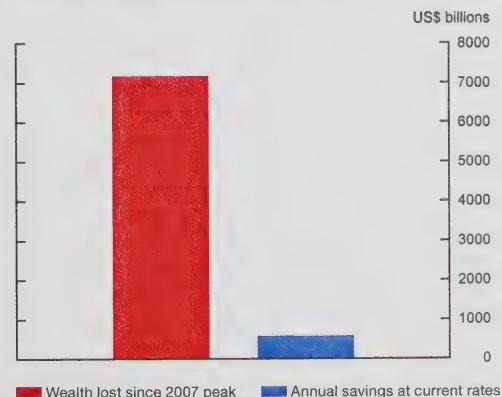
U.S. household net worth relative to disposable income, quarterly data



Note: The figure for the third quarter of 2011 is a projection.

Sources: U.S. Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations
Last observation: 2011Q3

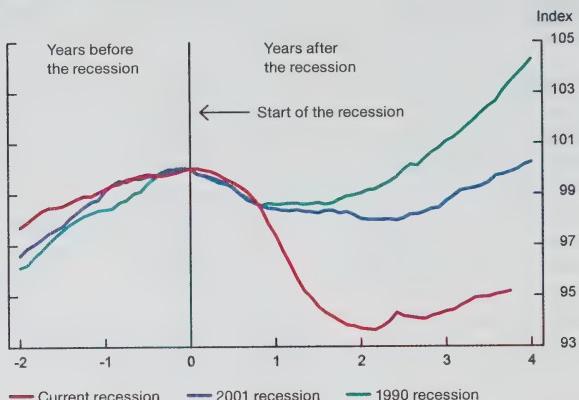
Chart 1-B: Personal savings are low relative to the wealth loss experienced since 2007



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve and Bank of Canada calculations

Chart 3: Employment in the United States has remained weak

U.S. non-farm employment across economic cycles;
start of recession = 100, monthly data



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Last observation: September 2011

Efforts to repair household balance sheets in the United States are exerting a much stronger restraining effect on domestic demand

restoration of supply chains following the natural disasters in Japan. However, efforts to repair household balance sheets in the United States are exerting a much stronger restraining effect on domestic demand than previously anticipated.

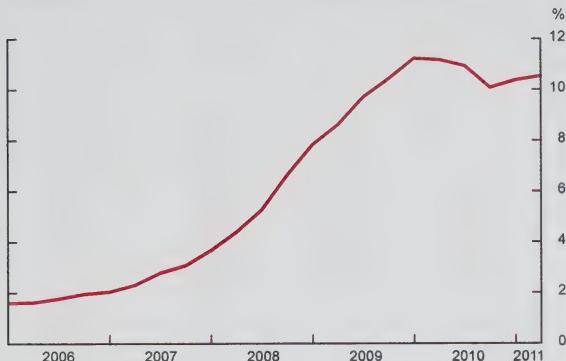
Recent adverse shocks to U.S. household finances and falling consumer confidence have led to a marked slowing in U.S. consumption spending and have rendered the process of balance-sheet repair even more challenging. Employment gains have remained sluggish since the start of the year, with net job creation in the private sector slowing and governments continuing to cut their payrolls (**Chart 3**). In addition, household wealth has been hit by recent declines in equity prices. Housing demand has remained weak and, together with the elevated stock of vacant homes, has depressed residential construction. A negative cycle is under way in which persistently high rates of mortgage delinquency are creating stress for financial institutions, leading to greater caution in the extension of credit and exacerbating the weakness in housing demand (**Chart 4**). This will gradually dissipate as households repair their balance sheets.

U.S. economic activity has been supported through this difficult period by strength in business investment and exports. Business investment in equipment and software has been underpinned by the low cost of capital and healthy corporate balance sheets. However, investment in non-residential structures has remained subdued in view of continuing excess capacity (**Chart 5**). U.S. exports have benefited from solid demand in emerging-market economies and from enhanced competitiveness stemming from robust productivity growth and the past depreciation of the U.S. dollar.

Real GDP in Japan contracted by 2.1 per cent in the second quarter, but incoming data point to positive growth in the third quarter, driven by the restoration of supply chains and the reconstruction of infrastructure following the natural disasters in March. Household spending has also recovered, supported by a pickup in consumer confidence. However, growth in exports, which had been an important contributing factor to GDP growth in earlier periods, has stalled in the past few months. Owing to concerns that a rising yen would weaken export growth even further, Japanese authorities

Chart 4: High rates of mortgage delinquency in the United States are creating stress for financial institutions

Delinquency rates on residential real estate loans, quarterly data

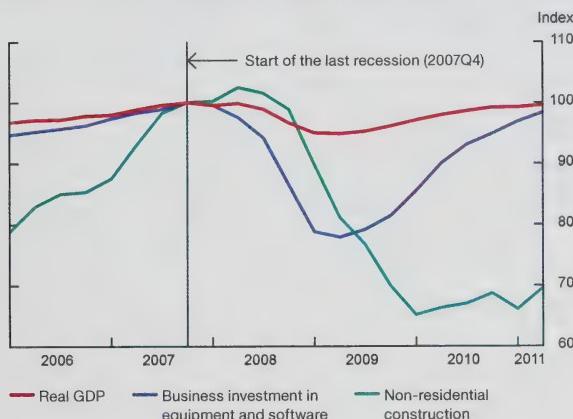


Source: U.S. Federal Reserve

Last observation: 2011Q2

Chart 5: Business investment in equipment and software has been underpinned by the low cost of capital and healthy corporate balance sheets

Index: 2007Q4 = 100, chained 2005 U.S. dollars, quarterly data



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2011Q2

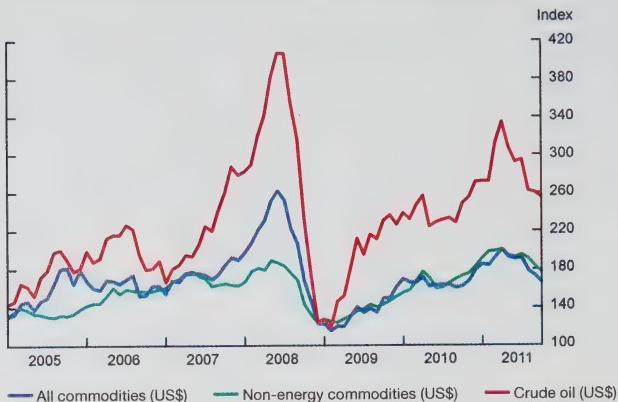
intervened in foreign exchange markets at the beginning of August to limit the appreciation of the currency.

In China, growth in real GDP moderated to 9.1 per cent in the third quarter, largely in response to the past tightening in monetary policy. The growth of consumption has slowed somewhat, but real estate investment remains robust, boosted by a government program to build 10 million social housing units in each of 2011 and 2012. Reflecting the ongoing weakness in activity in advanced economies, China's export growth has decelerated recently. Moderating food prices have contributed to a slight decline in inflation, but price pressures remain elevated, with consumer prices rising by 6.1 per cent on a year-over-year basis in September—well in excess of the government's target of 4 per cent.

Growth in China's real GDP moderated in the third quarter, largely in response to the past tightening in monetary policy

Chart 6: Global commodity prices have declined significantly since the July Report

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data

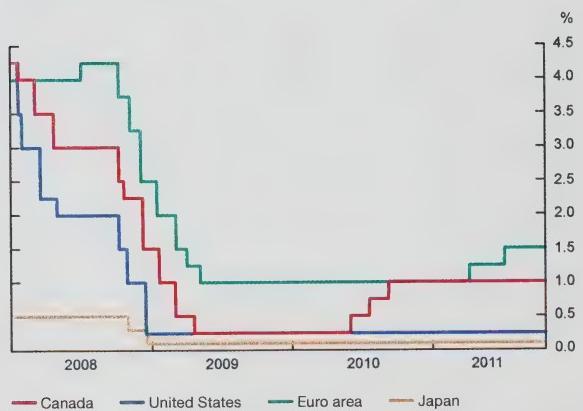


Note: Values in October 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 21 October 2011.
Source: Bank of Canada

Last observation: October 2011

Chart 7: Policy rates remain at or near historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

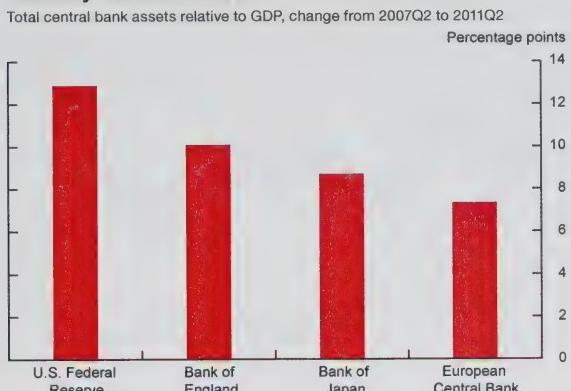
Last observation: 21 October 2011

Commodity prices have declined significantly since the July Report in response to the deteriorating outlook for global economic growth (**Chart 6**), although they remain high by historical standards. Energy prices have registered the sharpest drop, while prices for non-energy commodities have decreased more modestly, owing to tight near-term supply conditions for agricultural commodities.

Although underlying inflation pressures in many emerging-market economies remain a source of concern, authorities are reluctant to tighten monetary conditions further, given the declining prospects for global growth. In the major

In the major advanced economies, underlying inflation pressures remain contained

Chart 8: Some central banks have expanded their balance sheets to ease monetary conditions further



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Federal Reserve; Eurostat; European Central Bank; Cabinet Office, Government of Japan; Bank of Japan; U.K. Office of National Statistics; and Bank of England

Last observation: 2011Q2

advanced economies, in contrast, underlying inflation pressures remain contained, reflecting continuing excess supply conditions. Policy interest rates in these economies have stayed at or close to historically low levels (**Chart 7**), and a number of central banks have undertaken additional policy actions to ease monetary conditions or reduce financial stress (**Chart 8**). The U.S. Federal Reserve has continued on its path of quantitative easing, modifying its balance-sheet operations in an effort to put downward pressure on U.S. long-term and mortgage interest rates. The European Central Bank (ECB) has announced a series of measures, including two long-term refinancing operations and the reactivation of its covered-bond purchase program. The Bank of Japan and the Bank of England have expanded their asset-purchase programs.

A number of central banks have undertaken additional policy actions to ease monetary conditions

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets have deteriorated since the last Report and risk aversion has escalated. Markets have experienced significant volatility, triggered by a reassessment of the prospects for global economic growth, as well as heightened worries over debt sustainability in the euro area and uncertainty over the direction of fiscal policy in the United States. The already-negative tone in financial markets has been exacerbated by numerous credit-rating downgrades of sovereigns and global financial institutions. These developments have reinforced concerns about the fiscal situations in many major economies and the political challenges that must be overcome.

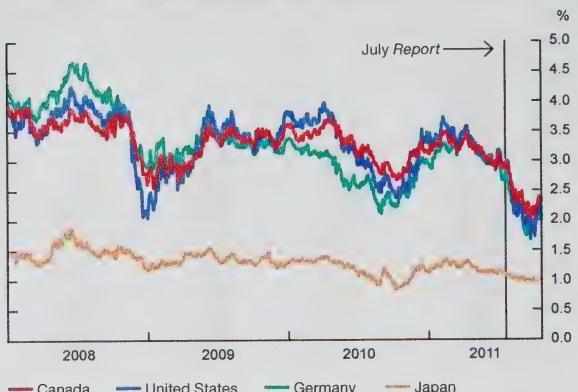
Conditions in global financial markets have deteriorated since the last Report

As a result, investment flows have shifted toward safer and more-liquid assets. Government bond yields in a number of advanced economies, where markets are most liquid and which are perceived to be better credit risks, have fallen sharply, with 10-year yields trading at or near all-time record lows (**Chart 9**). In addition, safe-haven currencies have appreciated.

The prices of riskier assets, in contrast, have declined significantly. Global equity indexes have decreased by about 5 to 20 per cent since the last Report, with an even larger decline reported in financial subindexes (**Chart 10**). Many euro-area sovereigns are facing rising funding costs

Chart 9: Yields on government bonds in major advanced economies have fallen sharply in recent months

Yields on 10-year government bonds, daily data

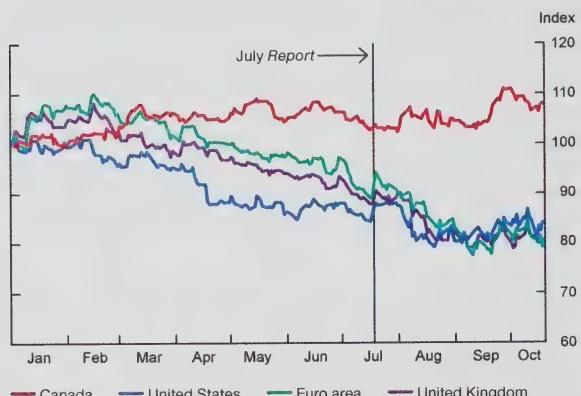


Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

Chart 10: Foreign bank equity indexes have considerably underperformed their respective broader indexes

Bank equity index/broad equity index (1 January 2011 = 100), daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

European banks have experienced severe funding pressures

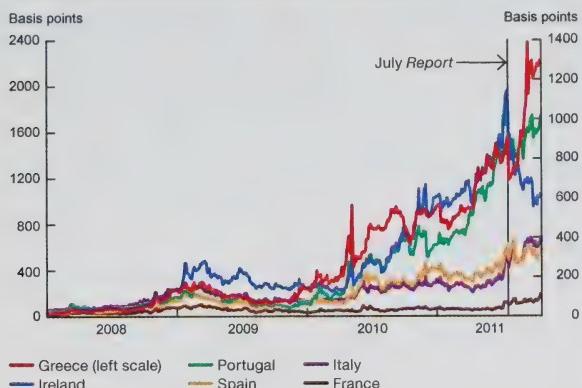
(**Chart 11**), and European banks have experienced severe funding pressures and increased costs to insure against default risk (**Chart 12**),¹ owing to concerns about their exposures to the sovereign debt of euro-area peripheral countries.

Conditions in corporate credit markets have also deteriorated. Corporate spreads have widened, and corporate issuance has fallen to a fraction of the levels seen earlier in the year. Liquidity in secondary credit markets has been extremely limited, and short-term trading has often been driven by headlines regarding the European situation.

¹ European banks appear less willing to lend to one another in the interbank market, as shown by the increase in the amounts deposited by banks at the ECB's deposit facility.

Chart 11: Euro-area sovereigns, even some larger core countries, are facing rising funding costs

10-year sovereign yield spreads over German bonds, daily data

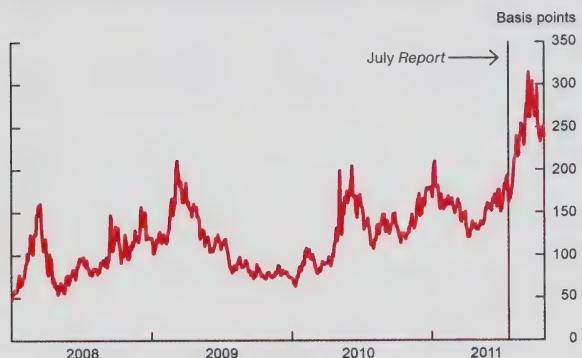


Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

Chart 12: The costs of insuring European bank debt have risen sharply since the July Report

iTraxx 5-year Senior European Financial CDS Index, daily data



Source: Markit

Last observation: 21 October 2011

Outlook for the Global Economy

Global economic growth is projected to slow to slightly above 3 per cent in 2012, well below expectations at the time of the July Report (**Table 1**). Ongoing deleveraging by households, banks and governments, declining confidence, and the sovereign debt crisis in Europe are expected to restrain growth in the advanced economies. Growth in emerging-market economies is projected to slow in response to weakening external demand and the lagged effects of past policy tightening. In 2013, global economic growth is expected to pick up as confidence improves and corrective policy measures expected to be taken in Europe and elsewhere begin to have an effect.

The Bank's base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained and that additional actions will be undertaken to ensure debt sustainability, strengthen banks' capital buffers, and create a larger and more effective fund to stabilize the funding costs of affected sovereigns at sustainable levels. This assumption is clearly subject to downside risks.

The Bank's base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained . . .

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	3.0 (2.9)	1.7 (2.4)	1.7 (3.2)	3.3 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (2.0)	0.2 (1.6)	1.5 (1.9)
Japan	6	4.0 (4.0)	-0.6 (-0.6)	2.0 (2.9)	2.5 (3.0)
China	13	10.4 (10.3)	9.1 (9.3)	8.2 (8.6)	8.2 (8.1)
Rest of the world	46	5.7 (5.5)	4.3 (4.2)	3.3 (3.8)	3.4 (3.6)
World	100	5.1 (5.0)	3.8 (3.9)	3.1 (4.0)	3.7 (3.9)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2011 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

... but the Bank nonetheless projects a mild recession in the euro area beginning at the end of 2011

U.S. economic growth is expected to strengthen gradually, starting in the second half of 2012

Fiscal consolidation in the United States is expected to exert an important drag on growth

Financial strains, bank deleveraging, fiscal austerity measures and declining confidence lead nonetheless to a mild recession in the euro area beginning at the end of 2011 (**Chart 13**). The weakened state of banks' balance sheets is projected to constrain both consumption and investment growth, with the effects on investment being particularly significant, owing to heavy corporate reliance on bank funding. A modest recovery is expected to start in mid-2012, when credit conditions begin to improve. Real GDP growth is projected to gather some momentum in 2013 as the benefits from the reforms put in place to address the debt crisis begin to materialize and confidence gradually improves.

Real GDP growth in the United States is projected to remain weak through the first half of 2012, averaging about 1 1/4 per cent, or around levels at which the probability of recession increases.² However, U.S. economic growth is expected to strengthen gradually, starting in the second half of 2012, in response to an easing in monetary conditions and an improvement in the situation in Europe. Consistent with the historical experience following severe financial crises elsewhere, growth is projected to remain quite modest (**Chart 14** and **Technical Box 1**). GDP growth in 2013 rebounds to 3.3 per cent, but the level of real GDP by the end of the projection horizon is still well below that anticipated in the July *Report*.

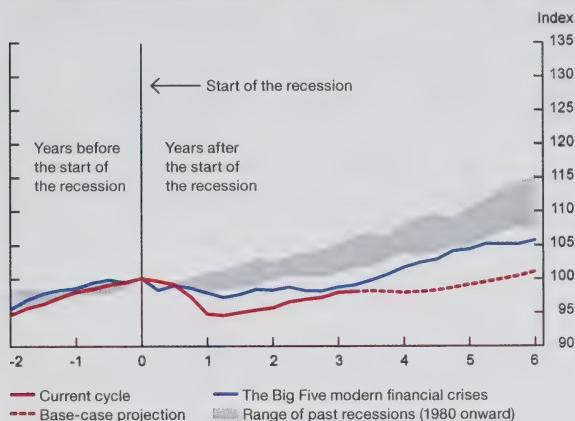
Fiscal consolidation in the United States is expected to exert an important drag on growth of about 1 percentage point in 2012 and 2 percentage points in 2013. This is slightly larger than anticipated in the July *Report*, reflecting new measures to restrain government spending adopted as part of the agreement to raise the U.S. debt ceiling. The Bank's projection does not include any of the new fiscal stimulus measures proposed by the U.S. administration in the American Jobs Act. If fully implemented, these measures could add as much as 1.3 percentage points to growth in 2012 through tax reductions and increases in expenditures and transfers, but would subtract close to 1 percentage point from growth in 2013, when many of the proposed measures begin to expire.

Growth in U.S. consumption is expected to be held back by ongoing elevated savings rates and a subdued recovery in labour market conditions, as well as the drag from fiscal consolidation, which will lower household disposable income. An easing in financial conditions in response to the

² Historically, very low rates of real GDP growth, consistent with a stall speed, have been associated with an increased probability of a recession. For more analysis, refer to: J. J. Nalewaik, "Forecasting Recessions Using Stall Speeds," Finance and Economics Discussion Series, Publication No. 2011-24, Board of Governors of the Federal Reserve, 2011.

Chart 13: The euro area is projected to enter a mild recession at the end of 2011, followed by a modest recovery in mid-2012

Euro-area real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data

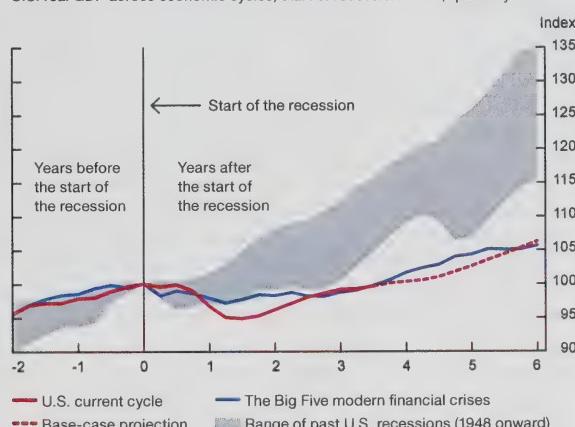


Note: The Big Five modern financial crises as described in Reinhart and Rogoff (2008) are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: Eurostat and Organisation for Economic Co-operation and Development

Chart 14: U.S. real GDP growth is projected to remain modest, consistent with the historical experience after severe financial crises

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises as described in Reinhart and Rogoff (2008) are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Organisation for Economic Co-operation and Development

U.S. Federal Reserve's balance-sheet operations is projected to provide some offsetting support. The level of residential construction is expected to remain weak over 2012–13, with a gradual recovery beginning only around the middle of 2012. Growth in the construction of non-residential structures is projected to continue at a modest pace through 2013, supported by a gradual easing in lending conditions.

Exports and business investment in equipment and software should continue to provide important support for U.S. economic growth over the coming years. After some slowing during the first half of 2012, business investment is expected to grow robustly over the remainder of the projection horizon, boosted by the low cost of capital and gradually improving economic conditions. In 2012, export growth is constrained by weakening global demand, but is projected to strengthen in 2013 in tandem with the recovery in the global economy.

Reconstruction activities are expected to boost economic growth in Japan

Real GDP growth in China and other emerging-market economies is expected to moderate to a more sustainable pace

Commodity prices are projected to remain roughly 10 per cent below the levels anticipated at the time of the July Report

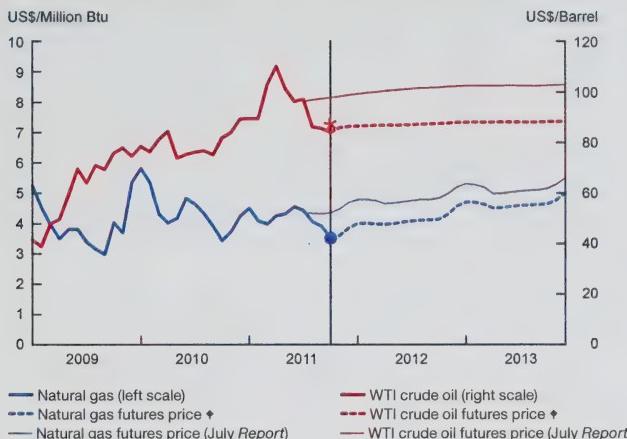
Reconstruction activities are expected to boost economic growth in Japan over 2012–13. Growth is projected to be significantly weaker than was anticipated in the July *Report*, however, owing to reduced prospects for global economic growth and the recent sharp appreciation of the yen.

Real GDP growth in China and other emerging-market economies is expected to moderate to a more sustainable pace over the projection horizon in response to slowing growth in advanced economies. At the same time, a gradual rotation away from exports and toward stronger consumption is projected, facilitated by structural policies and a modest appreciation of the real effective exchange rates in China and other emerging-market economies. These developments, combined with lower commodity prices, are expected to dampen inflation pressures.

Commodity prices are projected to remain roughly 10 per cent below the levels anticipated at the time of the July *Report*. Steady demand from emerging-market economies and limited increases in supply should nevertheless keep prices at levels that are relatively high by historical standards. Prices for non-energy commodities should stay close to current levels through 2013, with a rebound in metals prices offsetting a projected easing in the prices of agricultural products. Based on the latest futures curve, prices for West Texas Intermediate (WTI) crude oil are expected to move within a range of US\$85 to US\$89 per barrel until the end of 2013, down from a range of US\$100 to US\$103 at the time of the July *Report* (**Chart 15**). According to the latest futures curve, natural gas prices are projected to increase by about 1 per cent in 2012 and 13 per cent in 2013 as environmental standards encourage greater use of natural gas in the United States.

Chart 15: WTI oil prices are expected to remain relatively stable

Monthly data



* Spot price for crude oil (21 October 2011)

• Spot price for natural gas (21 October 2011)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 21 October 2011.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

The economic outlook in Canada has weakened, reflecting the substantially downgraded outlook for the global economy. The weaker and more uncertain global economic and financial environment will affect the Canadian economy through financial, confidence and trade channels. As a result, compared with expectations in the July *Report*, the Bank now anticipates a more subdued profile for both final domestic demand and exports over the projection horizon. Overall, the Bank now projects slow growth in real GDP in Canada through mid-2012. Economic growth is expected to improve thereafter, in line with an improved global environment as uncertainty dissipates and confidence recovers. This base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than anticipated in the July *Report*. As a result, core inflation is projected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation has also been revised down, reflecting a lower profile for world energy prices, as well as modestly weaker core inflation. Accordingly, total CPI inflation is expected to decline from its recent peak of over 3 per cent to around 1 per cent by mid-2012, before rising with core inflation to the 2 per cent target as excess supply in the economy is slowly absorbed.

The Bank now projects slow growth in real GDP in Canada through mid-2012

Recent Developments

Economic Activity

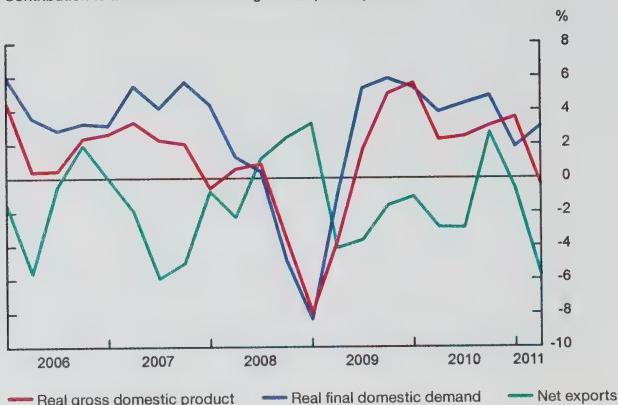
Economic growth in Canada stalled in the second quarter, owing largely to temporary factors. While the unwinding of these factors has led to a rebound in economic activity in the third quarter, the underlying momentum in the economy has slowed.

The underlying momentum in the economy has slowed

Real GDP declined at an annual rate of 0.4 per cent in the second quarter, a weaker outcome than had been expected in the July *Report*, owing to a substantial deterioration in net exports (**Chart 16**). Exports declined markedly in the second quarter, reflecting softer foreign demand and ongoing challenges to Canadian competitiveness, as well as important temporary factors. These factors included the anticipated adverse impact of supply-chain disruptions resulting from the disasters in Japan earlier in the year, as well as other unanticipated disruptions that constrained activities in the energy sector. Imports continued to grow robustly in the second quarter, reflecting large increases in Canadian business investment in machinery and equipment and in inventories.

Chart 16: Growth in Canadian real GDP stalled in the second quarter as net exports plunged

Contribution to annualized real GDP growth, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2011Q2

Growth in final domestic demand remained solid in the second quarter

Business fixed investment continued to recover strongly

Growth in final domestic demand remained solid in the second quarter, with all its major components contributing to the increase. Consumer spending picked up after a very weak first quarter. The pace of growth in consumption remained subdued compared with that registered during the recovery, however, reflecting the adjustment to higher food and energy prices, as well as slower growth in personal disposable income. Growth in residential investment fell off sharply in the second quarter following a large increase in the first quarter, when some activity was pulled forward in advance of changes to the regulations for mortgage insurance. Business fixed investment continued to recover strongly in the second quarter, including a temporary boost from the purchase of a large natural gas platform. Government expenditures, incorporating spending from all levels of government, also continued to contribute to real GDP growth.

The Bank estimates that economic growth rebounded to 2.0 per cent in the third quarter as the temporary factors that held back net exports in the second quarter unwound. Growth is expected to slip back in the fourth quarter, however, more accurately reflecting the underlying growth in the economy in an environment of lower confidence and heightened uncertainty.

Potential Output Growth

The Bank's projection for the growth of potential output in Canada over the 2011–13 period is little changed from the projection in the October 2010 Report (**Technical Box 2**). Potential output growth is expected to increase from 1.6 per cent in 2011 to 2.1 per cent in 2013. The projection horizon has also been extended to 2014, when the growth of potential output is expected to be 2.2 per cent. As a result of the strong and sustained recovery in investment spending, as well as efficiency gains, trend productivity is projected to improve as Canadian firms strive to adopt best practices in the face of competitive pressures. At the same time, demographic forces will continue to reduce the trend rate of growth of labour input.

Revisions to Potential Output Growth

Every October, the Bank reassesses the path for potential output growth underpinning its economic outlook. Potential output represents the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. Potential output growth can be thought of as the sum of the growth rates of trend labour input and trend labour productivity.

The growth rate of potential output is expected to increase gradually, from 1.6 per cent in 2011 to 2.2 per cent in 2014 (**Table 2-A**). This upward trend is driven by a continued improvement in the growth of trend labour productivity, which is expected to be partly offset by a slowing in the growth of trend labour input over the 2011–14 period.

The projected improvement in the growth of trend labour productivity is supported by the sustained recovery in investment spending, based on the relatively low cost of imported investment goods associated with the strong Canadian dollar, and by international competitiveness pressures. Enhanced competition also leads to efficiency gains as Canadian firms adopt best practices and catch up with changes in technology.¹ The Bank estimates growth in trend labour productivity of 0.7 per cent in 2011, rising to 1.5 per cent by 2014.

¹ This view is supported by results from the Bank of Canada's *Business Outlook Surveys*.

Table 2-A: Assumptions for the growth of potential output

	2011	2012	2013	2014
Potential output	1.6 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2
Trend labour productivity	0.7 (0.9)	1.1 (1.1)	1.3 (1.3)	1.5
Trend labour input	0.9 (0.9)	0.9 (0.9)	0.8 (0.8)	0.7

Figures in parentheses correspond to the October 2010 scenario.

Owing to demographic factors, the growth rate of trend labour input over the projection horizon is expected to moderate from 0.9 per cent in 2011 to 0.7 per cent in 2014. This slowdown is driven by a deceleration in the growth of the working-age population, which continues throughout 2014 and beyond.

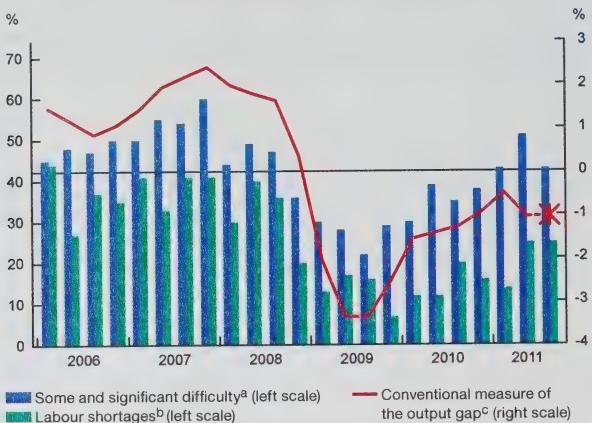
These broad forces were incorporated into the Bank's projection for potential output in October 2010. Potential output growth in 2011 has been revised down slightly, reflecting incoming data on productivity. The current projection for potential output growth over the 2012–13 period is, however, similar to that in October 2010. In 2014, a continued pickup in trend labour productivity is expected to offset the slower growth in trend labour input, leading to a further increase in the growth rate of potential output.

Estimated Pressures on Capacity

Various indicators suggest greater economic slack in recent months. The level of real GDP has been markedly lower in the second and third quarters than the Bank had projected, suggesting that the output gap in the third quarter was considerably wider than anticipated in July. The Bank's conventional measure of the output gap continues to suggest a more modest degree of slack, but has also widened noticeably from -0.5 per cent in the first quarter to -1.0 per cent in the third quarter (**Chart 17**). Key labour market indicators, such as the unemployment rate and the proportion of involuntary part-time workers (**Chart 18**), as well as the below-average proportion of firms reporting labour shortages in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Autumn 2011), point to material excess capacity. In addition, the Bank's autumn survey found that the proportion of firms indicating that they would have difficulty responding to an unexpected increase in demand had diminished noticeably in comparison with the previous survey, although it remained near its historical average.

Various indicators suggest greater economic slack in recent months

Chart 17: Capacity pressures have eased in recent months



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.

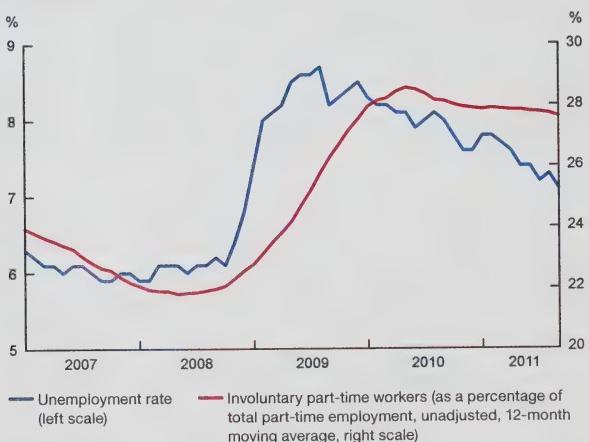
c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the third quarter of 2011 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 2.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q3

Chart 18: Key indicators suggest significant slack in the labour market

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: September 2011

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 1/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2011, a substantially larger degree of slack than the Bank had anticipated in July.

The Bank judges that the economy was operating at about 1 1/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2011

Inflation and the 2 Per Cent Target

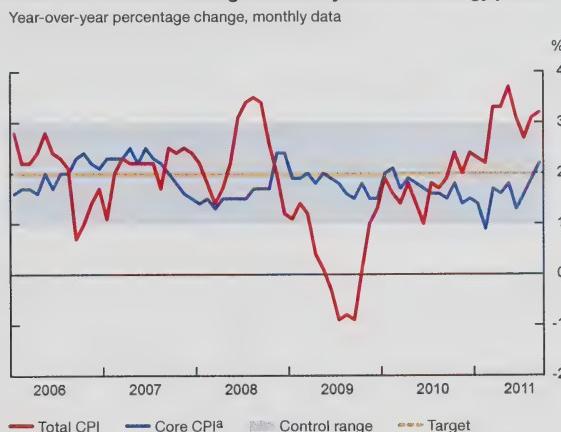
As anticipated in the July Report, core CPI inflation rose to 1.9 per cent in the third quarter from 1.6 per cent in the second quarter (**Chart 19**). Part of this increase reflects the dissipation of the HST effect on year-over-year core inflation.³ Core food price inflation was somewhat lower than had been anticipated in the July Report, but the impact on core inflation was offset by slightly larger than expected increases in the prices of some core services and clothing. Underlying inflation pressures remain contained, reflecting the persistence of excess supply in the economy and modest growth in labour compensation (**Chart 20**), along with the dampening effect from the past appreciation of the Canadian dollar.

Total CPI inflation fell to 3.0 per cent in the third quarter from 3.4 per cent in the second quarter, as the impact of the introduction of the HST in July 2010 on the year-over-year rate of inflation unwound. The drop in total CPI inflation was somewhat smaller than the Bank had projected in the July Report, owing largely to the firmness in gasoline prices despite recent declines in world energy prices, which in turn partly reflects an unusual divergence in the prices of different types of crude oil (**Technical Box 3**).

Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target. The October Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 1.9 per cent in 2012. As reported in the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, 88 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also remain consistent with the 2 per cent inflation-control target.

As anticipated in the July Report, core CPI inflation rose to 1.9 per cent in the third quarter

Chart 19: Total CPI inflation is being boosted by food and energy prices



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: September 2011

Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target

³ The introduction of the HST in Ontario and British Columbia in July 2010 has had a dampening effect, amounting to 0.3 percentage points, on core inflation through tax refunds passed on by businesses. This effect was smaller than the direct positive effect of the introduction of the HST, which is reflected in total CPI inflation, and resulted in a boost to total inflation beginning in the third quarter of 2010. Both of these temporary effects unwound in the third quarter of 2011, pushing core inflation up and total inflation down.

Technical Box 3

The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices

The price of gasoline at the pump is composed of the cost of crude oil, taxes and the profit margins of refiners and retailers. Of these, the cost of crude oil is generally the most significant factor driving variations in the price of gasoline. While the petroleum refined in Canada comes from different grades of crude oil, the price of West Texas Intermediate (WTI),¹ the main U.S. benchmark, has historically been a good proxy for the crude costs of Canadian refineries, closely tracking fluctuations in Canadian gasoline prices.

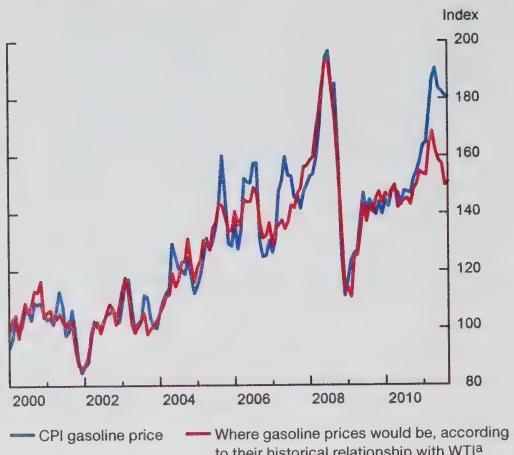
Since the beginning of 2011, however, the price of gasoline in Canada has increased by more than the price of WTI, on net, and has largely failed to decline in conjunction with the sharp drop in the price of WTI since the spring (**Chart 3-A**). In September 2011, gasoline prices were about 20 per cent higher than their historical relationship with WTI would suggest, a difference amounting to an additional 1.2 per cent on the level of total CPI.² This can be explained by a combination of structural factors, taxes and changes in profit margins, as discussed below.

Depending on their location, Canadian refineries acquire different blends of crude oil. While refineries in Central Canada use a high concentration of crude oil that is priced off WTI, refineries on either coast make much greater use of other grades of crude oil that are priced off Brent, which is the main benchmark outside of North America. At the national level, refineries in Canada use roughly equal proportions of crude oil priced off WTI and Brent, on average.³ Historically, the relative use of these two types of crude did not matter in determining the average cost of crude oil for Canadian refiners, since the prices of the two crudes tracked closely together.

However, since the beginning of the year, WTI has traded at a growing discount relative to Brent (**Chart 3-B**), as a result of an excess supply of oil accumulating at Cushing (Oklahoma). The current price of WTI is US\$87, compared with US\$109 for

Chart 3-A: In 2011, gasoline prices have been much stronger than the WTI benchmark would suggest

Index: 2002 = 100, monthly data



a. Fitted values obtained from regressing CPI gasoline prices on WTI (Can\$) over the 2000–10 sample period

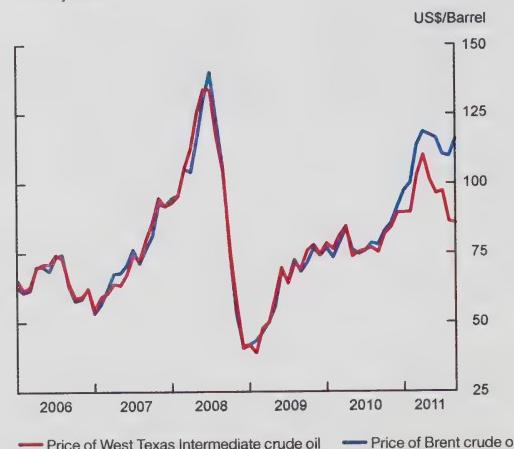
Sources: Statistics Canada

and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2011

Chart 3-B: Brent has diverged from WTI in 2011

Monthly data



1 There were deviations from this historical relationship during 2005–07 as a result of some refinery disruptions, including those stemming from Hurricane Katrina.

2 This includes a boost of 0.2 percentage points, owing to the impact on the level of national gasoline prices of the introduction of the HST in Ontario.

3 Based on data from the Canadian Association of Petroleum Producers regarding the capacity of refiners

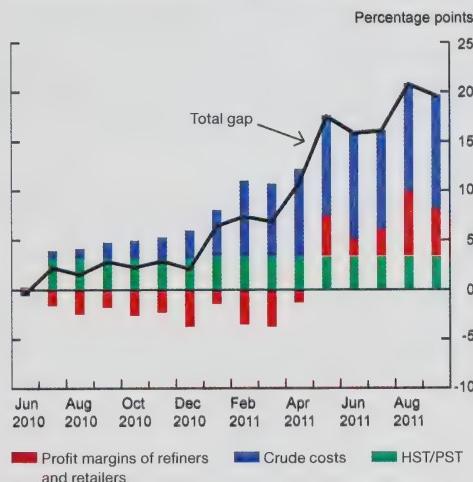
(continued)

The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices

Brent, a discount several times larger than has been typical historically. In this context, the crude costs paid by Canadian refineries have, on average, been higher than those implied by WTI. Partly as a result, gasoline prices in Canada have remained relatively elevated at the national level. Taxes and profit margins have also played a role (**Chart 3-C**).

Chart 3-C: Since the beginning of the year, the growing gap between gasoline prices and WTI can be attributed to changes in both crude costs and profit margins

Contribution of various factors to the gap between actual gasoline prices and those implied by their historical relationship with WTI, monthly data



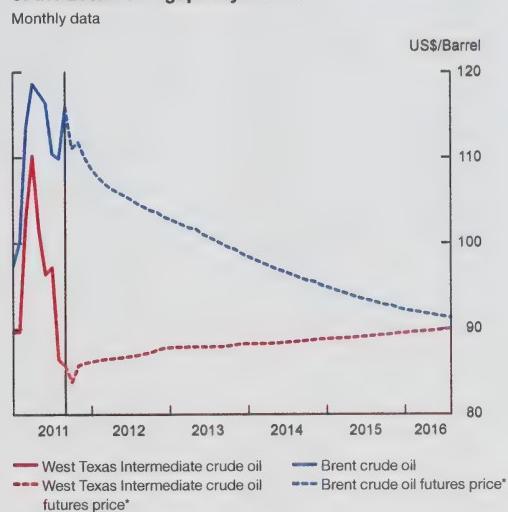
Note: Calculations performed under the assumption that the mix of petroleum refined in Canada is priced off WTI at 57 per cent and off Brent at 43 per cent

Sources: Statistics Canada, Commodity Research Bureau and Bank of Canada calculations Last observation: September 2011

Different regions of the country have been affected to varying degrees, however, reflecting differences in both the blends of crude oil used by refiners and the responses of their profit margins.

Based on oil-price futures, the discount on WTI relative to Brent is expected to persist for a few more years (**Chart 3-D**). Canadian crude costs are thus expected to remain persistently elevated relative to WTI, which affects the projection for gasoline prices and the total CPI.

Chart 3-D: Financial markets are pricing the closing of the Brent–WTI gap only in 2016

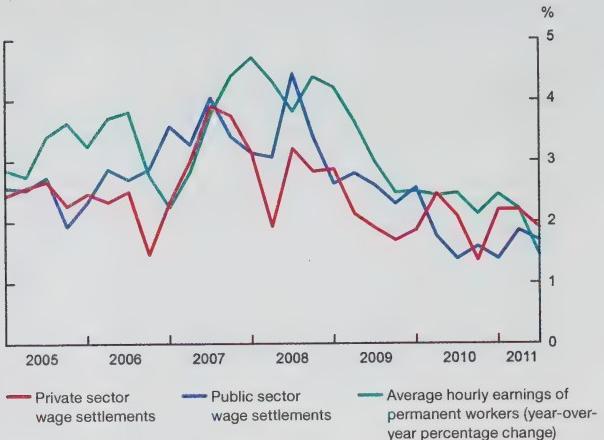


* Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Sources: Commodity Research Bureau and Bloomberg

Chart 20: Wage growth remains modest

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements,
quarterly data



Note: The 2011Q3 numbers for wage settlements in the private and public sectors are the average of July and August data.

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

Last observation: 2011Q3

Canadian Financial Conditions

The aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative (**Chart 21**), providing important ongoing support to the economic expansion. Canadian banks remain well positioned to lend, owing to their strong financial positions and relatively low funding costs. Results from the *Business Outlook Survey* suggest that the terms and conditions for firms obtaining financing from financial institutions have eased further in recent months, particularly for small and medium-sized businesses. This was consistent with the Bank's *Senior Loan Officer Survey* for the third quarter of 2011 (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q3), which also indicated a further easing in lending conditions (**Chart 22**), mainly reflecting competition among lenders.

Overall financial conditions in Canada have tightened slightly since the July Report, however, as conditions in capital markets have deteriorated. Increased risk aversion, heightened volatility and weaker growth expectations across global markets have weighed on capital market conditions in recent months. While Canadian government bond yields have declined substantially, corporate spreads have widened and market access has tightened for less-creditworthy borrowers. In addition, the S&P/TSX Composite Index has fallen by more than 15 per cent from its peak in April 2011. As a result, the volume of bond and equity issuance has diminished noticeably compared with earlier in the year.

Reflecting the ongoing recovery in business investment, growth in total business credit has remained solid in recent months.

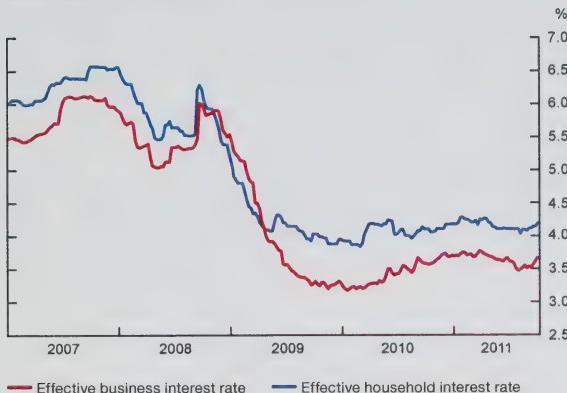
As anticipated, the growth of household credit has slowed to a rate below its historical average in recent months with the passing of the temporary factors that boosted the demand for residential mortgage credit in the first quarter (**Chart 23**). These factors include the lagged effects of the surge in sales of existing homes in the fourth quarter of last year, as well as

The aggregate supply and price of credit in Canada remain very stimulative

As anticipated, the growth of household credit has slowed to a rate below its historical average

Chart 21: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



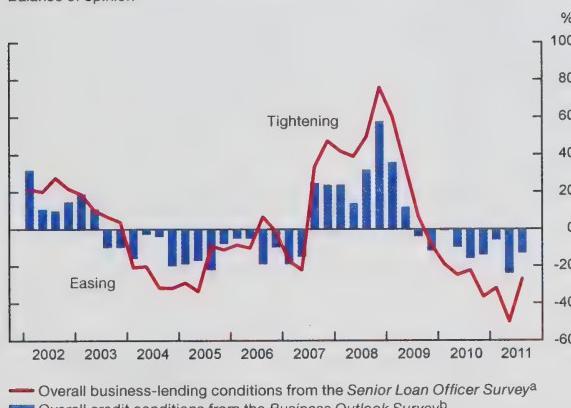
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 21 October 2011

Chart 22: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2011Q3

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

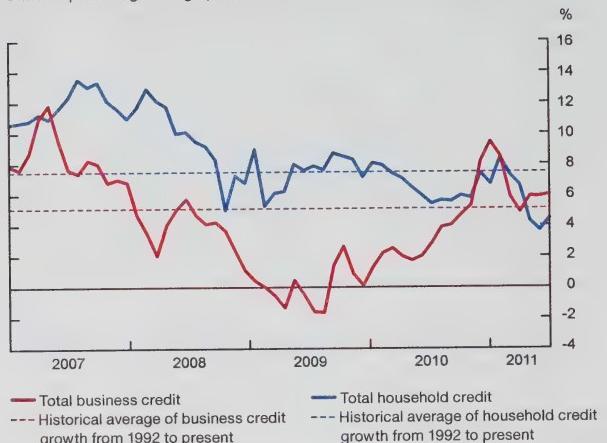
Source: Bank of Canada
Last observation: 2011Q3

some pulling forward of activity related to changes to mortgage insurance regulations.

Growth in the narrow monetary aggregates has rebounded in recent months, implying some reintensification of liquidity preference as uncertainty has risen. Growth in the broader M2++ aggregate has, however, remained moderate in recent months, continuing to suggest subdued inflation pressures ahead.

Chart 23: The growth of business credit remains solid while that of household credit has slowed to a rate below its historical average

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

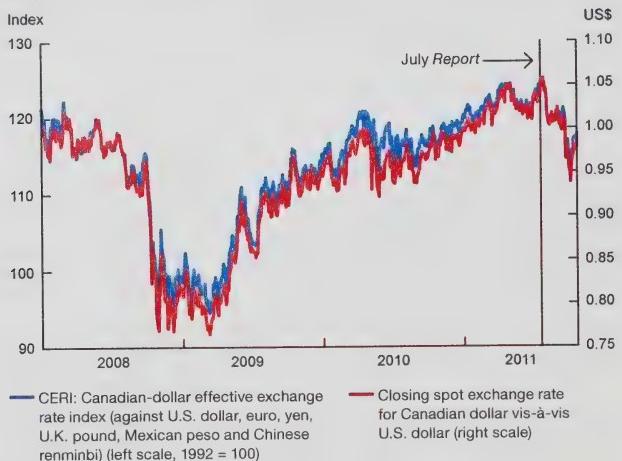
Last observation: August 2011

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged around 99 cents U.S. since the September fixed announcement date, which is below the level of 103 cents U.S. assumed in the July Report. The Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) has depreciated by an amount similar to the exchange rate with the United States (**Chart 24**).

Chart 24: The Canadian dollar has declined since the July Report

Daily data



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 21 October 2011

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 99 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities remaining at elevated levels; and heightened uncertainty and relatively volatile global financial conditions persisting through mid-2012, before improving gradually.

Aggregate Demand and Supply

The Bank now sees the Canadian economy growing slowly through mid-2012, after which growth is projected to improve. This projection assumes that the crisis in Europe will be contained, leading to reduced uncertainty and a gradual return of confidence (**Table 2** and **Chart 25**). On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012, while growth in 2013 is expected to pick up temporarily above the rate of potential (to 2.9 per cent). This growth profile implies that the economy is now projected to return to full capacity by the end of 2013.

This base-case projection for the Canadian economy is weaker than in the July Report, with the significantly less-favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection horizon (**Chart 26**), although at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly, as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households (**Chart 27**). Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be damped by the weaker and more uncertain global economic environment. The projected profile for Canadian exports has also been revised down, reflecting the lower level of foreign economic activity. Net exports are expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

The Bank now sees the Canadian economy growing slowly through mid-2012, after which growth is projected to improve

The significantly less-favourable external environment is affecting Canada through financial, confidence and trade channels

Table 2: Contributions to average annual real GDP growth

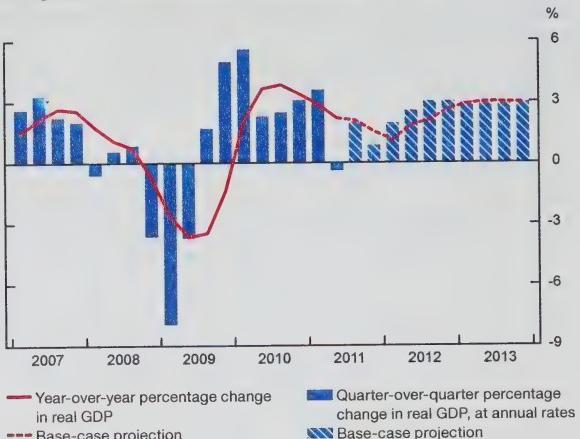
Percentage points^a

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 (2.0)	1.0 (1.3)	1.2 (1.6)	1.4 (1.1)
Housing	0.7 (0.7)	0.1 (0.1)	0.0 (0.0)	0.1 (0.0)
Government	1.2 (1.2)	0.3 (-0.1)	-0.1 (-0.3)	0.3 (0.2)
Business fixed investment	0.8 (0.8)	1.4 (1.6)	0.7 (1.1)	1.0 (0.7)
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	4.7 (4.7)	2.8 (2.9)	1.8 (2.4)	2.8 (2.0)
Exports	1.8 (1.8)	1.2 (1.3)	0.9 (1.1)	1.1 (1.1)
Imports	-4.0 (-4.0)	-2.1 (-1.7)	-0.7 (-0.8)	-1.0 (-1.0)
<i>Subtotal: Net exports</i>	-2.1 (-2.1)	-0.9 (-0.4)	0.2 (0.3)	0.1 (0.1)
Inventories	0.6 (0.6)	0.2 (0.3)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)
GDP	3.2 (3.2)	2.1 (2.8)	1.9 (2.6)	2.9 (2.1)
Memo items:				
Potential output	1.6 (1.6)	1.6 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	5.0 (5.0)	2.8 (4.1)	1.1 (2.9)	3.6 (2.2)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 *Monetary Policy Report*.

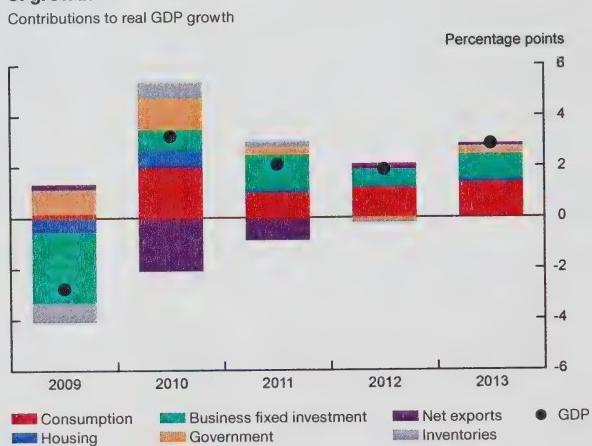
Those for potential output are from Technical Box 2 in this *Report*.

Chart 25: Real GDP growth is expected to pick up through 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 26: Domestic demand is projected to remain the primary driver of growth



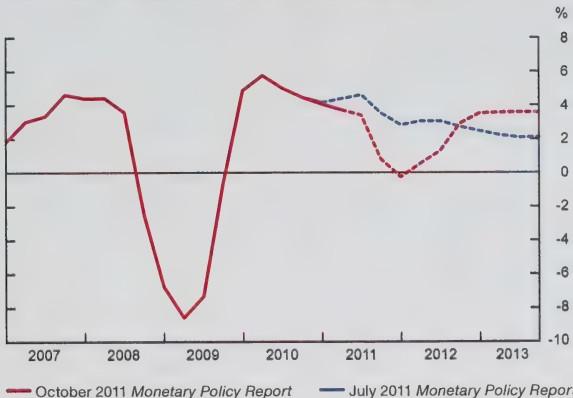
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The Bank expects relatively modest growth in household expenditures over the projection horizon

The Bank expects relatively modest growth in household expenditures over the projection horizon, compared with both the rapid pace seen during the recovery and the outlook presented in the July Report. Lower commodity prices and heightened volatility in financial markets stemming from the weaker and more uncertain global economic outlook are projected to weigh on the wealth and confidence of Canadian households, resulting in a higher savings rate amid more moderate growth in personal disposable income than was projected in July (Chart 28). As a result, the Bank continues to expect a moderation in the upward trajectory of the household debt-to-income ratio. In this context, the Bank also continues to expect household expenditures as a share of the economy to decline gradually toward its historical average (Chart 29).

Chart 27: The less-favourable external environment is affecting Canada partly through lower commodity prices, which depress real gross domestic income

Year-over-year percentage change in real GDI, quarterly data

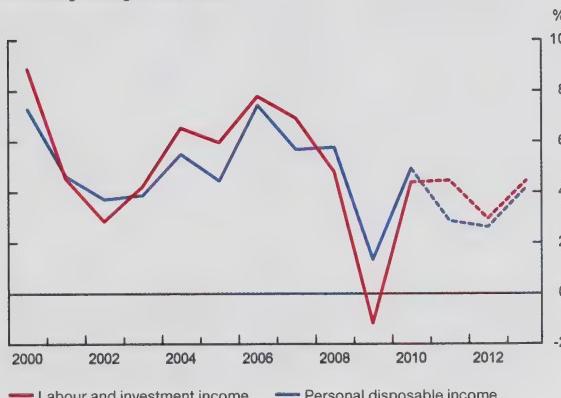


— October 2011 Monetary Policy Report — July 2011 Monetary Policy Report

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 28: Growth in personal disposable income is expected to moderate over the projection horizon

Percentage change, annual data



— Labour and investment income — Personal disposable income

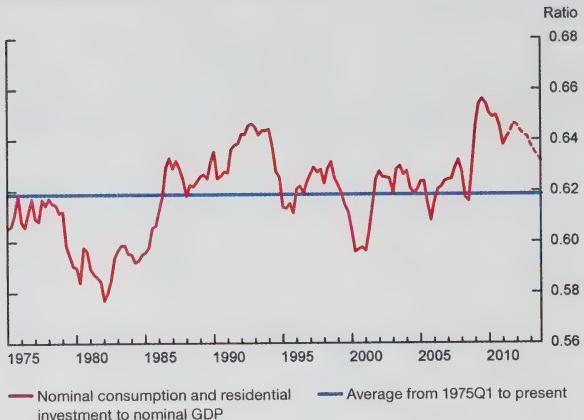
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

As in July, business fixed investment is expected to continue to grow solidly over the projection horizon, with considerable scope remaining to make up for the unusually sharp decline experienced during the recession (**Chart 30**). The outlook for investment continues to be underpinned by the solid financial positions of Canadian firms, favourable credit conditions and relatively high commodity prices, as well as the impetus to improve productivity in response to heightened pressures to become more competitive. However, a somewhat more subdued profile than had been anticipated for the growth of business fixed investment is expected over the near term, reflecting the effects on confidence from the uncertain economic outlook, as well as lower but still elevated commodity prices. This projection for business investment is consistent with the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, which showed that investment intentions remain strong, albeit slightly less so than in previous

Business fixed investment is expected to continue to grow solidly

Chart 29: The share of household expenditures in GDP is expected to decline gradually toward its historical average

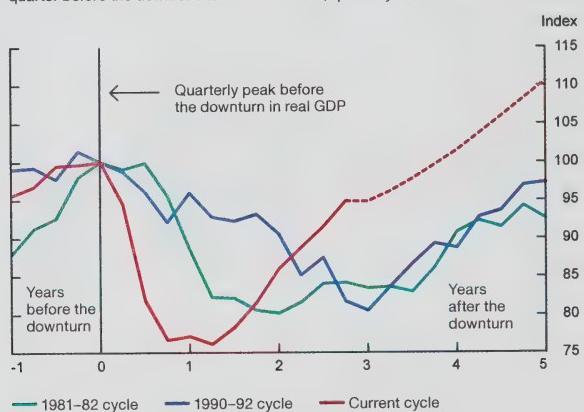
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 30: Business fixed investment is projected to remain robust

Comparison of real business fixed investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

surveys, as some firms indicated a more cautious approach to their capital spending plans and a possible postponement of projects, given the uncertainty in the current environment.

The Bank's base-case projection assumes that the contribution of government spending to real GDP growth will be negative through the balance of 2011 and into 2012, consistent with the previously announced unwinding of fiscal stimulus. The profile for government expenditures has been adjusted upward from the July Report, incorporating the latest national accounts estimates and information from all levels of government.

Canadian exports are now projected to be weaker than anticipated in the July Report, owing to the significantly weaker outlook for foreign demand. Nonetheless, the Bank continues to expect modest growth in exports over the projection horizon, owing to the upward trajectory of U.S. activity, the composition of which is still projected to shift in a relatively favourable manner for Canadian exporters.⁴ Imports are expected to grow modestly over the projection horizon, largely reflecting the adverse consequences of the unsettled global economic and financial environment for domestic demand in Canada. Overall, net exports are expected to remain a source of weakness.

Net exports are expected to remain a source of weakness

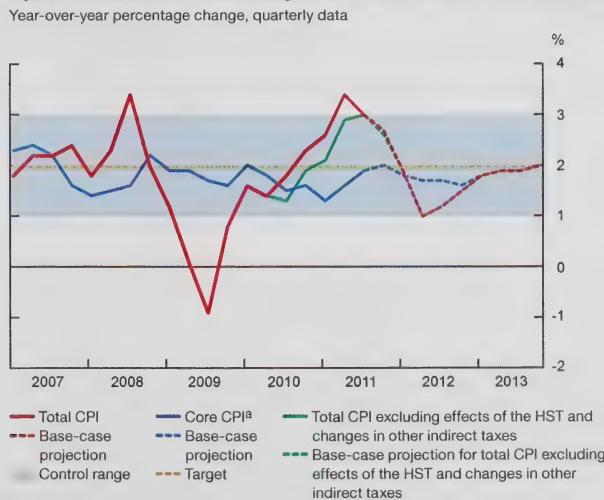
The Projection for Inflation

The Bank expects core inflation to remain close to 2 per cent in the near term, as anticipated in the July Report, before declining through 2012 as considerable economic slack persists and food price inflation slows. Core inflation is then expected to return to 2 per cent by the end of 2013 as excess supply in the economy is slowly absorbed, the growth of labour compensation increases modestly and inflation expectations remain well anchored (**Table 3** and **Chart 31**). This profile for core inflation is slightly softer than was anticipated in the July Report, reflecting the weaker outlook for the Canadian economy.

Total CPI inflation is projected to continue to fall in coming quarters, reflecting the gradual impact on gasoline prices of lower oil prices. Total CPI inflation is projected to drop to around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013. This return to target is somewhat later than had been anticipated in the July Report, owing to the downward revision to core inflation and to the lower profile assumed for world commodity prices.

Total CPI inflation is projected to drop to around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013

Chart 31: Total CPI inflation in Canada is projected to fall temporarily near 1 per cent in mid-2012, reflecting the recent decline in world oil prices



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

⁴ The Bank continues to project that U.S. demand growth will be more concentrated in components such as business fixed investment and residential investment, which incorporate a relatively high degree of Canadian export content.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

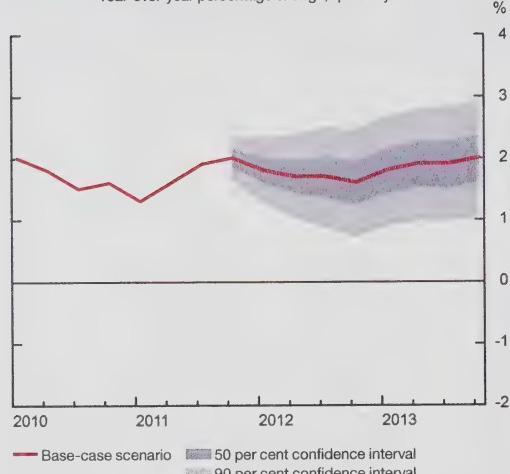
	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.6 (3.9)	-0.4 (1.5)	2.0 (2.8)	0.8 (2.9)	1.9 (2.9)	2.5 (2.6)	3.0 (2.5)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.9 (2.9)	2.2 (2.7)	2.1 (2.8)	1.5 (2.8)	1.1 (2.5)	1.8 (2.8)	2.1 (2.7)	2.6 (2.5)	2.9 (2.3)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	2.9 (2.1)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.7)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	1.8 (2.1)	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)	1.6 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (2.8)	2.7 (2.6)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (2.8)	2.6 (2.5)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (97)	85 (98)	87 (100)	87 (101)	87 (102)	88 (102)	88 (103)	88 (103)	88 (103)	88 (103)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 Monetary Policy Report.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Chart 32: Projection for core CPI inflation

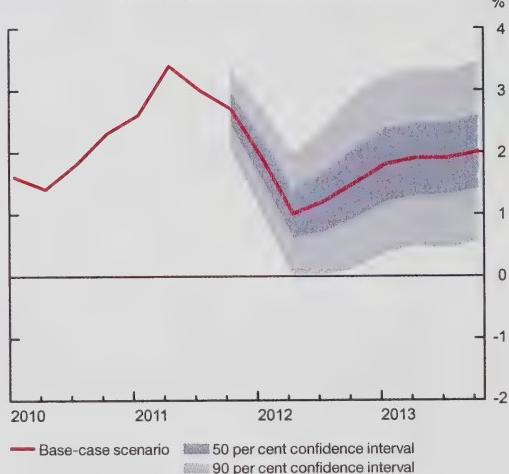
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

Chart 33: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 32** and **Chart 33** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the fourth quarter of 2011 to the end of 2013.⁵

⁵ Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: fan charts.

Risks to the Outlook

The inflation outlook in Canada is subject to several significant risks. In particular, the Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if growth in emerging-market economies does not decelerate to more sustainable levels or if potential output in advanced economies is lower than projected.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With very stimulative financing conditions, borrowing could grow at a faster pace than anticipated.
- Uncertainty about the resolve of policy-makers to address challenges and mounting concern about future economic prospects are having a marked effect on global economic activity. More decisive policy action in the major advanced economies than currently anticipated could lift confidence more rapidly than currently projected.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

- Failure to contain the crisis in Europe is the most serious risk facing the global and Canadian economies. The effects on Canada through financial, confidence and trade channels would be substantial, given the size and importance of the euro area.
- Economic growth in the United States through the first half of 2011 slowed to levels that in previous periods often preceded a recession. A U.S. recession would have material consequences for growth and inflation in Canada, given the tight trade and financial links between the two countries.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: www.bankofcanada.ca

Monetary Policy Report (January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information

Annual Report

* Available only on the Bank's website

A History of the Canadian Dollar

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers*

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

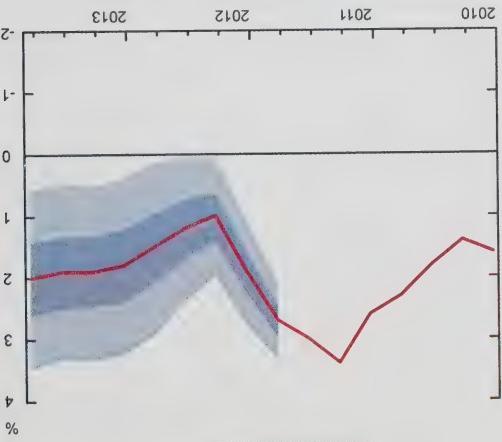
- La croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin du premier semestre de 2011 a ralenti à des niveaux qui, dans le passé, ont souvent précédé une récession. Une récession aux États-Unis aurait des conséquences notables sur la croissance et l'inflation au Canada, étant donné les liens commerciaux et financiers très étroits qu'il existe entre les deux pays.
- Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décelération plus vive qu'anticipée de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourraît avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie.
- Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

LES RISQUES ENTOURANT LES PERSPECTIVES

- Les risques importants pesent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, dans sa projection, la Banque suppose que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Les risques importants pesent à la hausse en matière d'inflation au Canada, toutefois, traités à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la confiance des entreprises et des consommateurs revienne plus rapidement qu'escampté.
- Les risques inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus qu'anticipé. Végourenous qu'au niveau des conditions financières très avantageuses, les emprunts pourraient croître à un rythme plus rapide que projeté.
- Le dynamisme des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus qu'anticipé. L'incertitude quant à la détermination des décideurs publics à résoudre les difficultés et les préoccupations grandissantes à propos de l'évolution future de l'économie ont une incidence marquée sur l'activité économique mondiale. La prise de mesures de politique plus résolues dans les grandes économies avancées qu'en ne l'entrevue présente pourrait faire remonter la confiance plus vite que ce que suppose la projection actuelle.
- Les risques principaux risques à la base touchant l'inflation au Canada sont faibles que prévu. Les trois principales sources de risques sont les émissions aux banques en lies aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe, à la probabilité d'une récession économique aux États-Unis et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible que prévu.
- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sort exposées les économies canadienne et mondiale. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille et de l'importance de la zone euro.

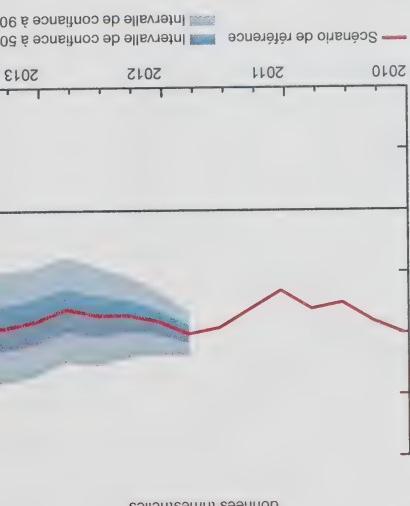
Graphique 32 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

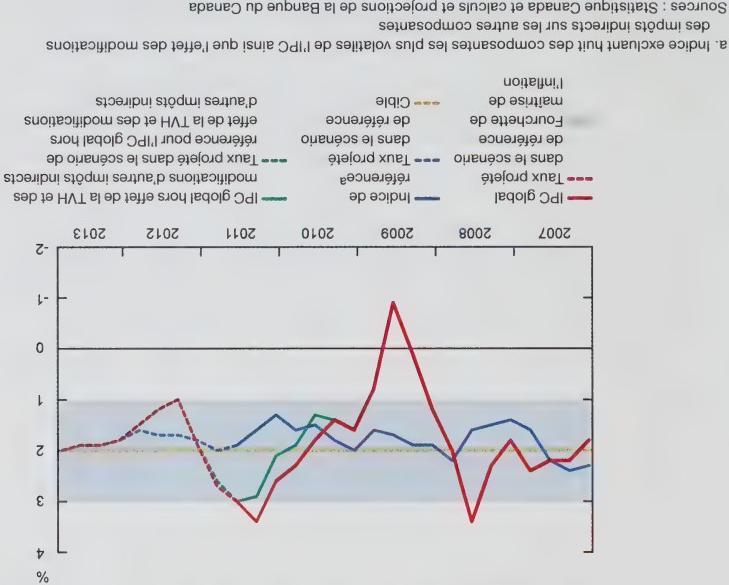


Source : Banque du Canada

Parlons-en : les enjeux des projections futures d'accordure carbone et scénarios de transition

WTp (inverau)	85	94	103	90	97	85	87	87	100	102	102	103	103	88
PB réel (taux de variation trimestrielle annuelle)	3,1	3,6	3,9	1,5	2,8	2,0	0,4	0,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	4,0 trim.
4,0 trim., 2,0 trim., 2,0 trim., 3,0 trim., 4,0 trim., 1,0 trim., 2,0 trim., 3,0 trim., 4,0 trim., 2,0 trim., 3,0 trim., 4,0 trim., 4,0 trim.	2010	2011	2012	2013										
PB réel (taux de variation annuelle)	3,3	2,9	2,2	2,1	1,5	1,1	1,8	2,6	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Indice de référence (taux de variation annuelle)	1,6	1,5	1,6	1,9	1,7	1,8	2,0	2,5	2,6	2,9	3,0	3,0	2,9	2,9
Indice de référence (taux de variation annuelle)	1,6	1,5	1,6	1,9	1,7	1,8	2,0	2,5	2,6	2,9	3,0	3,0	2,9	2,9
PC global hors effet de la TH et des modifications d'autres imputs	2,3	2,6	3,4	3,0	3,4	2,6	2,7	1,9	1,0	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0
PC global hors effet de la TH et gissemment annuel)	1,9	2,1	2,9	3,0	4,4	2,1	1,9	2,6	2,3	1,9	1,0	1,8	1,9	2,0
PC global hors effet de la TH et gissemment annuel)	1,9	2,1	2,9	3,0	4,4	2,1	1,9	2,6	2,3	1,9	1,0	1,8	1,9	2,0
WTp (inverau)	85	94	103	90	97	85	87	87	100	102	102	103	103	88

L'Inflation mesuree par l'IPC globale au Canada devrait diminuer de 1% au milieu de 2012 et se stabiliser à près de 1% au cours du deuxième trimestre de 2013. L'Inflation devrait alors être de 1% au cours de la première moitié de 2014.



Graphique 31 : L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada devrait diminuer

La Projetion en matière d'immigration

La Banque suisse n'importe pas que les exportations canadiennes soient plus rentables qu'escampte en juillet, du fait de l'importante déterioration des prix-petitives de la demande étrangère. Elle continue néanmoins de s'attacher à une croissance modeste des exportations durant la période de projetion, à la faveur du mouvement ascendant de l'activité aux Etats-Unis, activité dont on peut encore dire la composition se modifiera d'une manière relativement favorable aux exportateurs canadiens. Les importations devraient connaît au cours de la période projetée une augmentation modérée, en raison principalement des conséquences négatives de l'instabilité économique et financière mondiale pour la demande intérieure au Canada. Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient démeurer une source de gainablesser.

Dans son scénario de référence, la Banque postule que la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel sera négative pendant le reste de l'année 2011 et une partie de 2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncée précédemment. Le profil des dépenses publiques a été revu à la hausse depuis la publication du Rapport de juillet pour donner compte des dernières estimations des comportements nationaux ainsi qu'en matière d'information la plus récente provenant de tous les ordres de gouvernement.

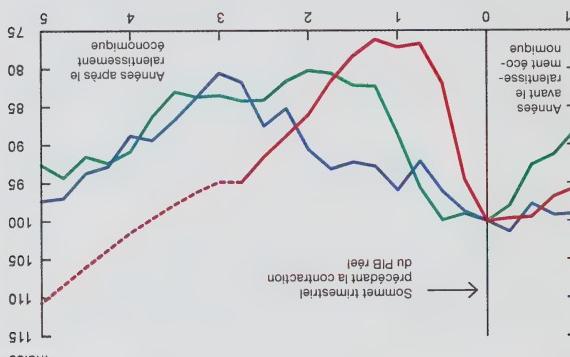
L'infiltration mesurée par l'IPC global devrait descendre jusqu'à environ 1 % au milieu de 2012 avant de remonter, tout comme l'infiltration mesurée par l'Indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013.

Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse.

prévu précédemment, ilé aux effets des perspectives économiques incertaines sur la confiance, ainsi qu'à la baisse des cours des produits de base, qui démeurent néanmoins élevées. Cette projection concerne tout les investissements sur la finance, ainsi que les émissions de gaz à effet de serre des entreprises concrètes avec les résultats de la dernière estimation trimestrielle. Ces dernières sont basées sur les perspectives de ces dernières parus à l'automne, selon lesquelles les intentions d'investissement restent fermes, quoique légèrement moins que celles précédentes, certaines firmes se disant plus prudentes quant à leurs projets d'investissement et indiquant qu'elles pourraient mettre fin à leurs projets en veillise, vu l'incertitude qui caractérise la conjoncture actuelle.

Sources : Statistique Canada et calculs de projections de la Banque du Canada

Cycle de 1981-1982 — Cycle de 1990-1992 — Cycle actuel



Graphique 30 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait demeurer robuste

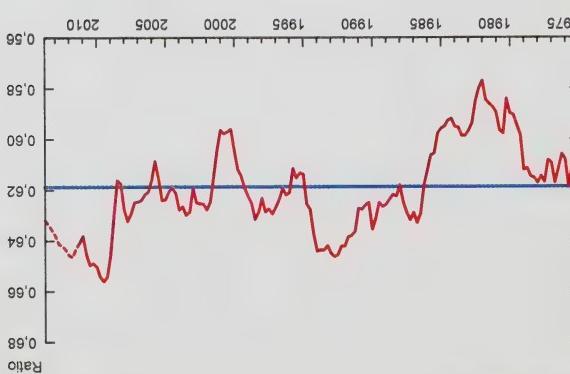
données trimestrielles

Évolution trimestrielle des investissements fixes des entreprises, en termes réels, sur différentes périodes, base 100 de l'indice : trimestre précédent la contraction du PIB réel,

Sources : Statistique Canada et calculs de projections de la Banque du Canada

PIB en termes nominaux

Investissement résidentiel au Moyenne observée depuis le premier trimestre de 1975



Graphique 29 : La part des dépenses des ménages dans le PIB devrait diminuer

Données trimestrielles

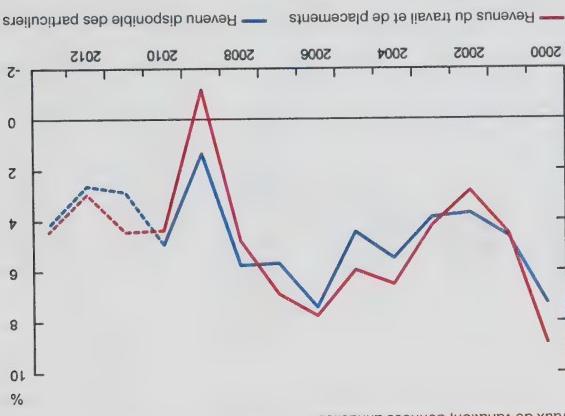
graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique

Les investissements fixes des entreprises dépendent de la situation financière solide des entreprises canadiennes, des conditions de crédit favorables et de niveaux relativement élevés des prix des produits de base, de même que l'incitation à réduire les prix dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour dévenir plus concurrençables. Cependant, on table, à court terme, sur un profil de croissance négatif. Ces perspectives sont confirmées par la production dans le secteur manufacturier, qui a continué de reculer pour la deuxième période de projection, un effet considérable résultant d'un rebond pour combler la récession amorcée au début de l'année.

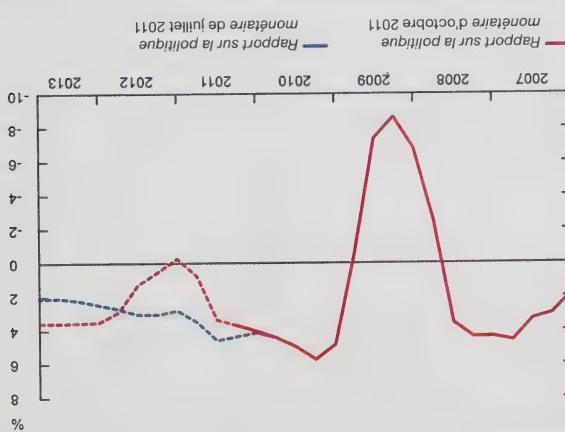
Tout comme on l'envisageait en juillet, les investissements fixes des entre-

prises devraient continuer de progresser à un rythme solide. Les investissements fixes des entreprises devraient continuer de progresser à un rythme solide.

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



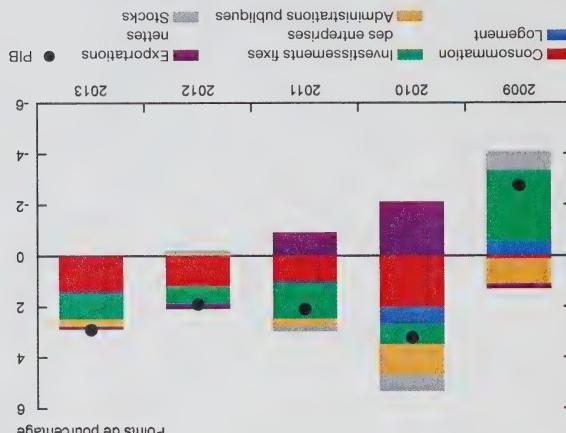
Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada



Graphique 27 : Le Canada se ressent de la dégradation du contexte extérieur, exercice des pressions à la baisse sur le revenu intérieur brut réel en partie à cause du recul du prix des produits de base, qui exerce des pressions à la baisse sur le revenu intérieur brut réel en partie à cause du recul du prix des produits de base, qui

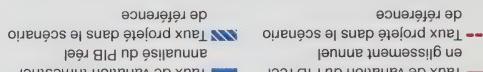
financiers décollant des perspectives économiques mondiales plus faibles et plus incertaines et devrait peser sur la richesse et la confiance des ménages canadiens et, du coup, se traduire par une augmentation du taux d'épargne, dans un contexte de croissance de l'emploi des partis politiques plus modérée qu'espérée en juillet (Graphique 28). En conséquence, la Banque n'anticipe une modération du mouvement à la hausse du ratio de la dette au revenu des ménages. Dans ce contexte, elle continue également d'entendre que la part des dépenses des ménages dans l'économie diminue graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique (Graphique 29).

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



Graphique 26 : La demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



Graphique 25 : Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter en 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 24 : La croissance du PIB réel devrait se ralentir en 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire

La Banque prévoit maintenant que la croissance de l'économie canadienne sera lente jusqu'au milieu de 2012, et qu'elle s'améliorera ensuite.

L'offre et la demande globales

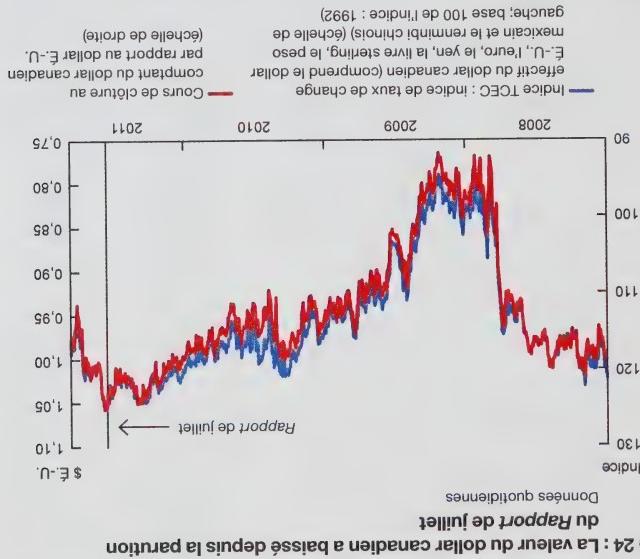
La Banque prévoit maintenant que la croissance de l'économie canadienne sera lente jusqu'à mi-mai 2012, et qu'elle s'améliorera ensuite. Cette

L'offre et la demande globales

La Banque fournit son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 99 cents E.-U. en moyenne, une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours mondiaux et une évolution des contrats à des niveaux élevés ; le maintien des prix des produits de base non énergétiques à des niveaux élevés ; une incertitude accrue sur les conditions financières mondiales relatives au crédit et des conditions financières internationales progressivement jusqu'à la mi-2012, avant de s'améliorer progressivement.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

Note : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 21 octobre 2011



Graphique 24 : La valeur du dollar canadien a baissé depuis la partition

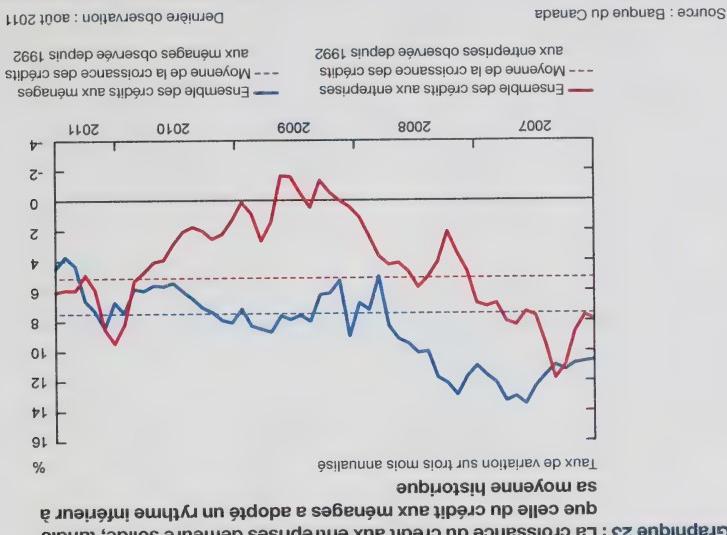
La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 99 cents É.-U., depuis la date d'annexion prévisible de septembre, ce qui est inférieur au niveau de 103 cents É.-U. postulé dans le Rapport de juillet. L'influence de l'échange effectif du dollar canadien (indice TCEC) a connu une dépréciation de taxable similaire au recul du taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain (Graphique 24).

Le taux de change

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit s'est redressée au cours des derniers mois, ce qui indique que la préférence pour la liquidité est en nette régression dans une certaine mesure parallèlement à la montée de l'inertitude. L'expansion de l'aggrégat au sens large M2++ est toutefois restée modeste ces derniers mois, ce qui laisse encore entrouvrir des perspectives d'interprétation.

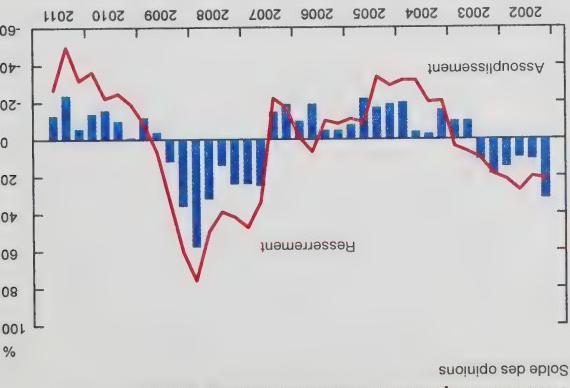
Comme prévu, compte tenu de la disparition des facteurs temporaires qui avaient stimulé la demande de crédit hypothécaire à l'habitation au premier trimestre, l'expansion des crédits aux ménages a relégué pour se situer en deçà de sa moyenne historique ces derniers mois (**Graphique 23**). Ces facteurs comprennent notamment les effets retardés de la forte hausse des ventes de maisons existantes au quatrième trimestre de l'année dernière, ainsi qu'un certain dévancement de l'activité liée aux modifications appor-ées aux règles régissant l'assurance hypothécaire.

Comme prévu, l'expansion des crédits aux ménages a ralenti pour se situer en deçà de sa moyenne historique.



Graphique 23 : La croissance du crédit aux entreprises demeure solide, tandis que celle du crédit aux ménages a adopté un rythme inférieur à

- Conditions générales du crédit selon l'enquête sur les perspectives des entreprises^b
- Conditions générales du crédit^a
- Suspensions d'entreprises
- Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un rassurement et le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un rassurement et le pourcentage pondéré des entreprises qui signent un accord d'assouplissement
- Différence entre le pourcentage des entreprises qui ont fait état d'un rassurement et le pourcentage de celles qui signent un accord d'assouplissement
- Source : Banque du Canada



Graphique 22 : Les résultats des entreprises donnent une perspective sur les conditions du crédit aux entreprises non financières dans les conditions actuelles et possibles au troisième trimestre de 2011

Dans l'ensemble, l'offre est le résultat du crédit au Canada restent très avantageux.

Dans l'ensemble, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent très avantageux (**Graphe 2**), et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique. Les bandes canadiennes démarrent en bonne posture pour accroître leur parts, compte tenu des dernières évolutions de l'économie mondiale.

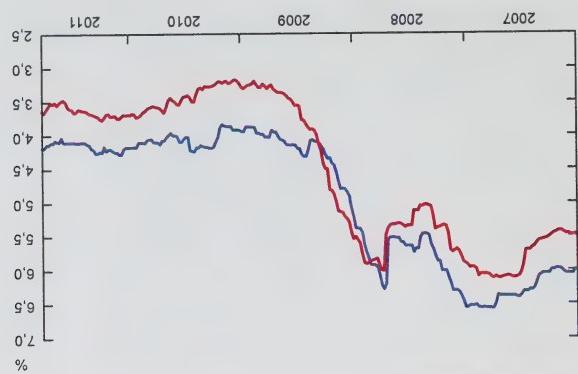
Les conditions financières au Canada

Les conditions financières globales se sont toutes les égérément drapées au Canada depuis la publication du Rapport de juillet, en liaison avec la détérioration des conditions sur les marchés de capitaux. Le degré accrue d'alerter au risque et de volatilité ainsi que le recul des attentes relatives à la croissance observées sur les marchés mondiaux ont pesé sur les conditions des marchés de capitaux au cours des dernières mois. Alors que les rendements des obligations de l'Etat canadiennes ont fortement baissé, les écarts relatifs aux obligations de sociétés se sont creusés et l'accès aux marchés s'est resserré pour les emprunteurs moins solvables. En outre, l'indice composite S&P/TSX a reculé de plus de 15 % par rapport au sommet atteint en avril dernier. Par conséquent, le volume d'émission d'obligations et d'actions a diminué de façon notable comparativement à celui enregistré plus tôt cette année.

Réflétant la répise des investissements des entreprises en cours actuelle-ment, la croissance de l'ensemble des crédits accordés à ces dernières est démenée solide au cours des derniers mois.

relativement bas. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises semblent indiquer que les modalités de financement imposées aux firmes par les institutions financières se sont encore assouplies ces derniers mois, en particulier dans le cas des petites et moyennes entreprises. Ces résultats concordent avec ceux de l'enquête menée par la Banque nationale qui fait état de meilleures perspectives pour l'avenir.

Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises démontrent que les institutions financières ont tendance à accorder plus d'importance au crédit à court terme et moins d'importance au crédit à long terme. Cela peut être attribué à la baisse des taux d'intérêt et à l'amélioration de la situation économique générale. Les perspectives pour l'avenir sont également meilleures que celles de l'an dernier, ce qui indique une amélioration de la confiance dans l'économie canadienne.



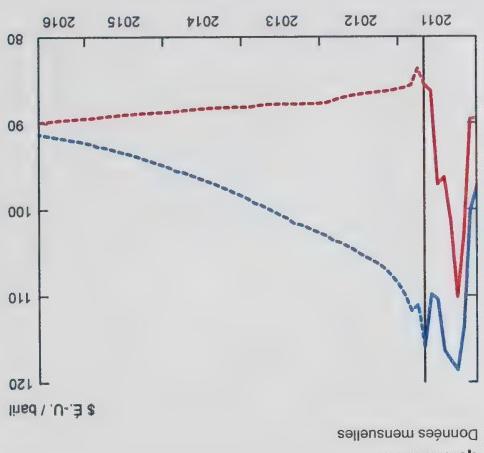
Graphique 21 : Les couts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence

Note technique 3 (suite)

Depuis le début de l'année, cependant, le WTI s'est échappé à un prix de plus en plus bas par rapport au cours du Brent (Graphique 3-B) en raison des réserves excédentaires qui s'accumulent au terminal pétrolier de Cushing (Oklahoma). Le WTI se vend actuellement à 87 \$-E.-U., tandis que le prix du baril superieur a dépassé à 109 \$-E.-U., un écart plusieurs fois plus important que l'écart entre les cours du WTI et celui du Brent devrait se maintenir pendant encore quelques années (Graphique 3-D). Les cours du Brent devraient également dépasser le cours du WTI et celle-ci devrait se faire dans ce contexte, les cours du Brent assumant une place prépondérante dans les marchés internationaux, conséquences à fois des différences dans les variétés de brut transfrontières et des marges bénéficiaires nettes qui jouent un rôle (Graphique 3-C). Des différences régionales ressortent néanmoins, conséquences à fois des taxes et des marges bénéficiaires nettes qui jouent un rôle (Graphique 3-B), en raison des taxes relatives relativement élevées à l'échelle nationale. Les tarifs de transport sont également plus élevés au Canada qu'en pétrole poudreux. L'essence est généralement à ceux que l'assiette pressegar le cours du pétrole WTI. C'est en partie pourtant l'essence qui connaît la plus forte demande au Canada tout en étant supérieure en pétrole WTI. Les raffineries au Canada ont été supérieures en termes de capacité de court moyen du pétrole brut pour les raffineries canadiennes, car leurs deux cours établent des ratios relativement élevés.

Graphique 3-D : D'après les marchés financiers à terme, l'écart entre les cours du Brent et du WTI ne se refermera



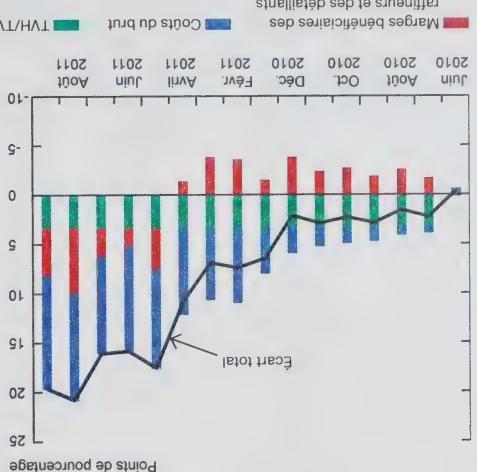
Graphique 3-D : D'après les marchés financiers à terme, l'écart entre les cours du Brent et du WTI ne se refermera

Graphique 3-C : L'évolution dégressive du prix de l'essence et du cours du WTI depuis le début de l'année

des magasins bénéficiaires

Contribution des réacteurs à l'effet nette le prix effectif des lessives

de l'effet que l'assiette préserve sa relation passée avec le cours du WTI.



Graphique 3-C : L'évolution dégressive du prix de l'essence et du cours du WTI depuis le début de l'année

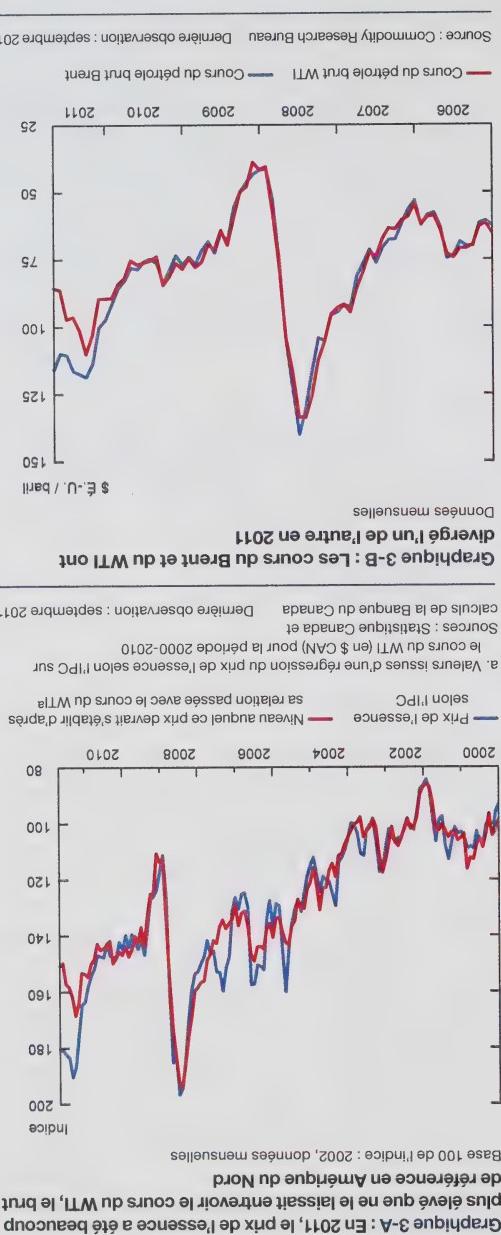
Mois	Brent (USD/bbl)	WTI (USD/bbl)	Dubai (USD/bbl)
Jan	115	95	85
Février	105	85	75
Mars	95	75	65
Avril	85	65	55
Mai	75	55	45
Juin	65	50	55

Contributions à la réduction des coûts du brut et des marges bénéficiaires

- Contribution de l'efficacité de l'entreprise
- Contribution de la baisse des matières premières
- Contribution de la baisse des coûts fixes

La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence

Note technique 3



3 Résurgements majeurs sont des effets de l'Association canadienne des producteurs pétroliers concernant les capacités de raffinerie.

2 Un décret nationalisé le travail de vente harmonisé en Ontario sur le niveau national sur les effets de l'assurance.

1 Celui-ci passe le cas dans un délai de 2005 à 2007, ou la collecte de certains gages par les compagnies d'assurance devient obligatoire.

1 Deux types de raffineries canadiennes utilisent le Brent : historiquement, le choix de l'un ou l'autre des variétés de pétrole brut indexées sur le WTI et l'ISI sont en proportion à peu près égales en moyenne dans le monde entier.

1 À l'échelle du pays, les raffineries canadiennes utilisent deux types de brut importants peu dans le Brent : histoirement, le choix de l'un ou l'autre de ces deux types de brut importants peu dans le Brent.

1 Selon leur emplacement géographique, les raffineries canadiennes emploient différentes variétés de pétrole brut. Alors que le pétrole qui entre dans les raffineries du centre du pays connaît une forte proportion de brut indexé sur le cours du WTI, le pétrole des raffineries situées sur les deux franges maritimes se compose d'une plus grande part de brut d'autres qualités associées au cours du Brent.

1 Le pétrole canadien est donc composé de deux types de brut : le Brent et le WTI.

1 Les raffineries canadiennes emploient différentes variétés de pétrole brut. Selon leur emplacement géographique, les raffineries canadiennes emploient différentes variétés de pétrole brut. Alors que le pétrole qui entre dans les raffineries du centre du pays connaît une forte proportion de brut indexé sur le cours du WTI, le pétrole des raffineries situées sur les deux franges maritimes se compose d'une plus grande part de brut d'autres qualités associées au cours du Brent.

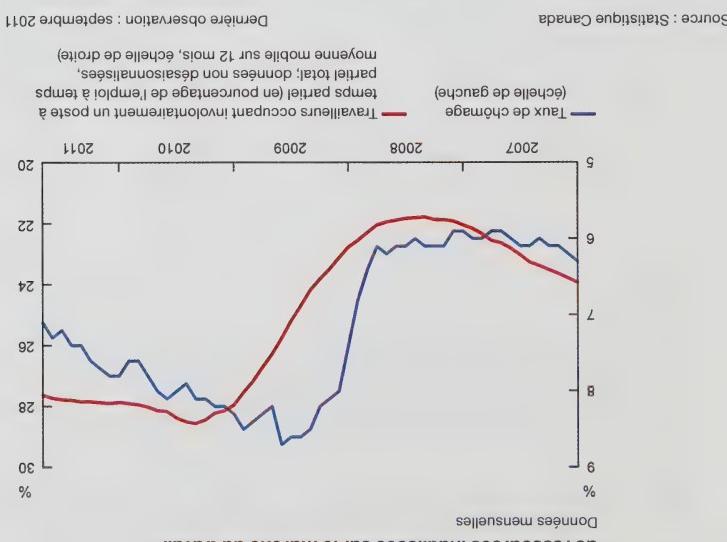
3 L'introduction de la THz sur le marché et les dernières technologies en matière de détection, de génération et d'application sont abordées. Les applications pratiques de la THz sont également discutées.

pétrole brut (**Note technique 3**).

La infiltration mesurée par l'IIPC global a chuté, passant de 3,4 % au deuxième trimestre à 3,0 % au troisième trimestre, ce qui tient à la dépréciation des effets de l'introduction de la TVH en juillet 2010 sur le taux d'infiltration en glissement annuel. Le recul de l'infiltration mesurée par l'IIPC global a été quelque peu moins prononcé que la Bande ne l'avait prévu en juillet, prin- cipalement à cause des diminutions récentes des cours mondiaux de l'énergie, ce qui reflète une partie moindre de divergence inhérente entre les prix des différents types de

Couvrir l'indice de prévoyance à 16% au trimestre précédent (Inflation mesurée affichée 1,6% au trimestre précédent 1,9% au troisième trimestre), après avoir étiert en partie à la dispersion sur le taux de variation (Graphique 19). Cet accroissement de l'indice de référence au troisième trimestre, après avoir inclus dans cet indice les éléments qui n'ont pas été pris en compte par une étude de l'Institut de recherche en juillet, mais sont inclinés sur l'inflation mesurée qu'on ne connaît pas encore, entraîne une baisse de l'indice de référence de 0,3 point. L'augmentation des prix qui a été observée au cours du deuxième trimestre, mais qui n'a pas été prise en compte dans l'indice de référence au troisième trimestre, entraîne une augmentation de l'indice de référence de 0,3 point.

L'infiltration est la cible de 2 %



des ressources inutiles sur le marché du travail

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs font état d'une capacité excédentaire accrue au sein de l'économie ces derniers mois. Aux deuxième et troisième trimestres, le

niveau du PIB réel a été nettement plus bas que la Banque ne l'avait anti-

cipe, ce qui donne à penser que l'écart de production au troisième trimestre

a largement dépassé la présentation dans le Rapport de juillet. Si la

mesure dont se sont habituellement la Banque pour estimer l'écart de pro-

ductrice laisse encore entrouvrir un degré de capacités inutilisées plus

modeste, l'écart s'est néanmoins considérablement creusé, passant de

-0,5 % au premier trimestre et -1,0 % au troisième (graphique 1).

L'économie afficherait des capacités excédentaires appréciables si l'on se

Les indicateurs clés du marché du travail = tels que le taux de chômage

image et le pourcentage de travailleurs occupant l'industrie manufacturière en emploi

a temps partiel (*Graphtique 18*) —, ainsi qu'à la proportionnelle à la

moyenne de temps ayant nécessité pour faire aux personnes avec des handicaps

main-d'œuvre dans l'enquête de la Banque sur les périodes des éléve-

Prises réalisées à l'aéronavette (vol 1a) dans le « Fleuviande », sous

«Publicaciones en revistas», «artículos en sitio web de la Dardiña»; De Pisa;

Le résultat de cet audit interne, la proposition de mesures

qui considérait qu'elles autorisent la lutte à toute place à une hauteur indépendante de la demande visitante nettement démultipliée [enquête préce-

Tendue de la demande avant l'écoulement d'une année primaire mais se situait déjà moins près de sa moyenne historique.

deutsche, niederländische und schwedische Präzessionen sind ebenso wie die englischen und französischen Präzessionen.

Dans l'ensemble, la Banque est d'accord que l'économie tournerait à environ

1/4 % en dégâts de son plein potentiel au troisième trimestre de 2011, ce

qui représente une marge de capacités utilisées beaucoup plus impor-

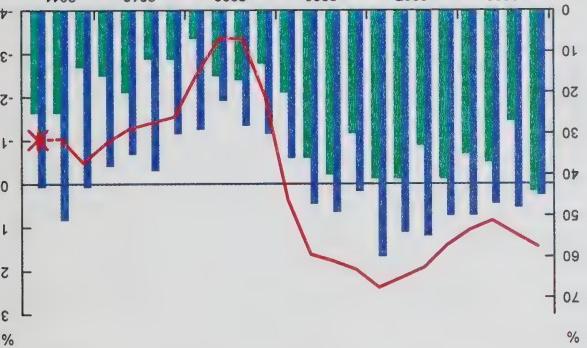
tante qu'elle ne l'envisageait en juillet.

Digitized by srujanika@gmail.com

Géographie 17 : les pressions sur la capacité de production se sont atténuées

chapitre 11 : Les pressions sur la capacité de production se sont accrus ces dernières mois

Graphique 17 : Les pressions sur la capacité de production se sont atténuées ces derniers mois



La demande est davantage liée à l'économie de son plein potentiel au troisième trimestre de 2011.

Diverses thématiques tout droit de l'économie excedentaire accueille au sein de l'économie ces derniers mois.

Revisions touchant la croissance de la production potentielle

Note technique 2

Tableau 2-A : Taux d'accroissement potentielle

2014	2013	2012	Productiction Potentielle
1,6	1,8	2,1	Grossanence tendancielle
2,0	2,0	2,1	du la productivité du travail
2,2			Crossanence tendancielle
1,5	1,3	1,1	du facteur travail
0,7	0,9	0,9	O,7
0,7	1,1	1,3	O,8
0,9	1,1	1,1	O,9
1,5	1,3	1,1	0,9
2,2	2,1	2,0	(0,8)
2,014	2013	2012	(0,9)

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans l'avis d'octobre 2010 du Rapport sur la politique monétaire.

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait rester stable, 0,9% en 2011 à 0,7% en 2014, en raison, entre autres facteurs démographiques, d'une décelération du rythme d'accroissement de la population en âge de travailler qui se manifeste à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, sur la productivité. Pour les années 2012 et 2013, la production potentielle a été légèrement révisée à la baisse à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, pour suivre jusqu'à la fin de 2014 et au-delà.

Ces tendances variées en compte dans la projection relative à la production potentielle présente en octobre 2010. Pour 2011, la progression de la production potentielle a été légèrement révisée à la baisse à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, sur la productivité. Pour les années 2012 et 2013, la production potentielle a été légèrement révisée à la baisse à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, pour suivre jusqu'à la fin de 2014 et au-delà.

En 2014, le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait être de 0,9% en 2011 à 0,7% en 2014, en raison, entre autres facteurs démographiques, d'une décelération du rythme d'accroissement de la population en âge de travailler qui se manifeste à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, sur la productivité. Pour les années 2012 et 2013, la production potentielle a été légèrement révisée à la baisse à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, pour suivre jusqu'à la fin de 2014 et au-delà.

En 2014, la croissance du revenu disponible par ménage est estimée à 2,1% en octobre 2010. Cependant, le taux d'accroissement moyen annuel de la production potentielle sera inférieur à ce niveau, puisque le revenu disponible par ménage devrait augmenter de 1,7% en 2011 à 1,5% en 2014, en raison de l'augmentation de la population en âge de travailler qui se manifeste à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, pour suivre jusqu'à la fin de 2014 et au-delà.

En 2014, la croissance du revenu disponible par ménage est estimée à 2,1% en octobre 2010. Cependant, le taux d'accroissement moyen annuel de la production potentielle sera inférieur à ce niveau, puisque le revenu disponible par ménage devrait augmenter de 1,7% en 2011 à 1,5% en 2014, en raison de l'augmentation de la population en âge de travailler qui se manifeste à la suite de la transition de nouvelles générations nées dans les années 2012 et 2013, pour suivre jusqu'à la fin de 2014 et au-delà.

1 Cette analyse est centrée sur les perspectives des entreprises canadiennes par rapport à la demande du Canada et les perspectives des entreprises étrangères.

2014 constitue une année de transition pour l'industrie manufacturière canadienne. L'accélération projetée de la croissance tendancielle de la productivité du travail traduit le redressement durable des dépenses d'investissement dans l'industrie manufacturière canadienne, qui sera accompagné par le niveau relativement bas où se situe la concurrence internationale. L'intensification de la concurrence du dollar canadien, ainsi que le fort dégringolat des prix du pétrole ont contribué à la baisse de la compétitivité relative aussi bien dans les secteurs manufacturier et informatique qu'au sein des secteurs de services.

Le secteur manufacturier canadien devrait continuer à faire face à des défis importants en matière de technologie. La Banque centrale évalue à 0,7 % le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail en 2011, elle prévoit qu'il grimpera à 1,5 % en 2012. Les meilleures pratiques canadiennes à adopter devraient être celles qui favorisent l'innovation et l'adoption de nouvelles technologies.

La Banque centrale évalue à 0,7 % le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail en 2011, elle prévoit qu'il grimpera à 1,5 % en 2012.

La première partie de la présentation détaillera la croissance potentielle au Canada pour la période 2012-2013 à peu près de 2,1 % en 2013. Cette croissance sera dans le rapport octobre 2010 (**Note technique 2**). Cette croissance devrait augmenter pour passer de 1,6 % en 2011 à 2,1 % en 2013. La période de projets a été prolongée jusqu'à 2014, on estime que le rythme d'accroissements vigoureux et soutenu de dépenses d'investissement, ainsi que des gains d'efficacité réalisés, au profit une amélioration de la productivité ten- dant à se stabiliser alors à 2 %. Compte tenu de la demande des entreprises pour faire face les pressions concurrentielles. Parallèlement, les forces démographiques continuent d'absorber le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail.

La croissance de la production potentielle

La Bande estime que la croissance économique rebondit pour s'établir à 2,0 % au troisième trimestre, les facteurs temporaires qui limitent les exportations nettes au deuxième trimestre sont dissipés. La croissance devrait toutefois redescendre au quatrième trimestre, ce qui reflète plus fidélement l'expansion sous-jacente de l'économie dans un contexte caractérisé par une confiance plus faible et une incertitude plus prononcée.

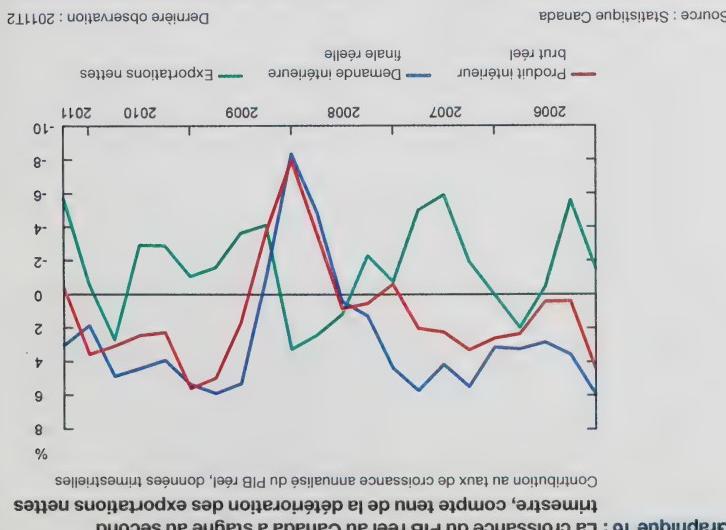
La demande intérieure finale a connu une croissance solide au deuxième trimestre, à laquelle toutes ses grandes composantes ont contribué. Les dépenses de consommation se sont redressées après la consommation des services et du commerce extérieur au premier trimestre, le rythme d'expansion de la demande intérieure a été modéré, ce qui explique par lui-même l'augmentation des prix des aliments et de la progression du revenu disponible des particuliers. L'accroissement de la progression du revenu disponible des particuliers a été principalement résulté d'un renforcement au deuxième trimestre de l'activité en prévision au trimestre prochain, lié à un certain dévancement commun une hausse importante au deuxième trimestre, après avoir connu une baisse importante au deuxième trimestre.

Certaines activités économiques ont connu une baisse importante au deuxième trimestre, profitant notamment de l'élan temporaire fourni par les entreprises de gaz naturel. Les dépenses publiques d'exploitation de gaz naturel ont aussi continué de soutenir l'expansion du PIB réel.

machines et le matériel de même que dans les stocks. Des investissements effectués par les entreprises canadiennes dans les activités du secteur énergétique. Les importations ont continué de croître à un rythme robuste au deuxième trimestre, à la faveur des fortes hausses annuelles, et également d'autres perturbations imprévues qui ont restreint l'investissement à la suite des défaillances survenues au Japon fin octobre. Ces facteurs complémentaires sont également notamement responsables des bouleversements qu'il a touché la chaîne d'approvisionnement et des anticipations des entreprises survenus au cours de la dernière partie de l'année.

La forte réprise des investissements fixes des entreprises sera l'aboutissement de leur poursuite.

La demande interne une croissance solide au deuxième trimestre.



La Banque prévoit que l'expansion du PIB réel du Canada sera lente jusqu'à mi-juillet de 2012.

Les perspectives de l'économie canadienne se sont assombries, complète- tenu de la nette détérioration de celles de l'économie mondiale. La conjonc- ture économique et financière mondiale plus faible et plus incertaine aura

conséquence sur l'économie du pays par la voie des liens financiers, de la demande intérieure finale et les exportations affichent un profil plus modeste au cours de la période proche qu'elle ne l'envisagerait dans le *Rapport* de juillet. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'expansion du PIB réel du Canada sera lente jusqu'à mi-juillet de 2012. La crois- sance devrait ensuite s'améliorer, en phase avec un raffermissement de la conjoncture à l'échelle internationale découlant d'un recul de l'incertitude et d'un retour de la confiance. Dans ce scénario de référence, la Banque sup- pose que la crise de la zone euro sera contenue, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les perspectives économiques plus faibles se traduisent par des capacités de production excédentaires plus importantes et plus persistantes qu'en juillet. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de l'escompte en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection de référence devrait être légèrement plus basse que prévue auparavant et reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection à la lumière de l'inflation mesurée par l'IPC global aussi été révisée à la baisse, reflétant donc une plus basse inflation mondiale de l'énergie et de l'alimentation. On s'attend donc à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global reflète la plus forte évolution mondiale de l'énergie et de l'alimentation. Bien que l'inflation mondiale de l'énergie et de l'alimentation soit plus élevée qu'en juillet, l'inflation mesurée par l'indice de l'escompte en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection

au sein de l'économie se resorbeant graduellement. Le deuxième trimestre au Canada a stagné au deuxième trimestre, en grande partie sous l'effet de facteurs temporaires. Bien que la dévaluation du dollar canadien favorable qu'en ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet, résultat moins favorable à un taux annuel de 0,4 %. Au deuxième trimestre, le PIB réel s'est replié à un taux annuel de 0,4 %, dé ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu- de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

L'activité économique

Le deuxième trimestre

La vigueur sous-jacente de l'économie a diminué.

Le deuxième trimestre au Canada a stagné au deuxième trimestre, en grande partie sous l'effet de facteurs temporaires. Bien que la dévaluation du dollar canadien favorable qu'en ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet, résultat moins favorable à un taux annuel de 0,4 %. Au deuxième trimestre, le PIB réel s'est replié à un taux annuel de 0,4 %, dé ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

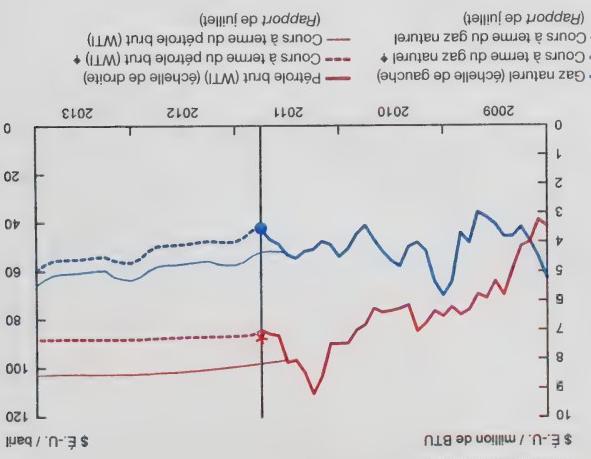
de ces facteurs, soit une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants (graphique 16). Les exportations ont accusé une baisse marquée impu-

L'économie canadienne

Les cours des produits des compagnies en juillet. La demande soutenue émanant des pays émergents et la faible hausse de l'offre dérivation néanmoins maintenir dans le passé. La Banque Standard a cependant relevé les prix des produits de base non énergétiques près de leurs niveaux actuels jusqu'à la fin de 2013, le redressement des prix des matières premières concernant le pétrole brut West Texas Intermediate des cours à terme, les cours du pétrole brûlé West Texas Intermediate des cours à terme qui ont prévoyaient une variation entre 100 et 103 \$ E.-U. dans le Rapport d'Intérêt (Graphique 15). Ainsi, par la courbe la plus récente des cours de juillet 2013, les prix du gaz naturel déviennent augmenter de quelque 1 % en 2012 et de 13 % en 2013, sous l'effet de normes environnementales qui a terme, les prix du gaz naturel déviennent augmenter de quelque 1 %.

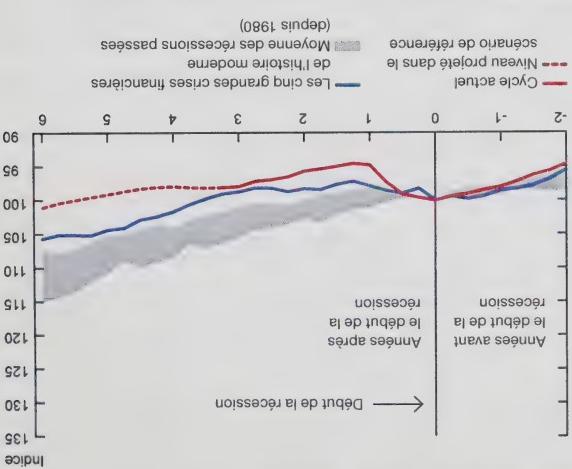
Les cours des produits de base devraient demeurer inférieurs, d'environ 10 %, aux niveaux escomptés en juillet.

Source: New York Mercantile Exchange (NYMEX)
 Note: Les cours des contrats futurs sur le gaz naturel pour octobre 2011 sont des estimations
 basées sur les moyennes des cours quotidiens de la compagnie Industrielle et commerciale 2011.



Graphique 15 : Les cours du pétrole (West Texas Intermediate) déviations relatives et intervalles de confiance

Graphique 13 : La zone euro devrait connaître une légère récession à la fin de 2011, puis une relance modeste au milieu de 2012



Evolution du PIB réel de la zone euro sur différentes périodes

Évolution du PIL réel de la zone euro sur différents cycles; base 100 de l'indice : 100 en 1999

Lassassinissement des finances publiques aux Etats-Unis devrait exéger un effet modérément important sur la croissance, se chiffrant à environ 1 point de PIB en 2012 et à 2 points de PIB en 2013. Cet effet est largement dépassé par les économies de dépenses budgétaires dans le cadre de la réduction du déficit public qui adopte dans le secteur public une nouvelle programme de restriction des dépenses publiques adopté dans le secteur public dans le cadre de la dette aux Etats-Unis. Dans sa projection, la Banque nationale du Portugal prévoit que les nouvelles mesures de relèvement de l'administration américaine dans son projet de loi sur l'emploi. Si l'ensemble de ces mesures est mis en œuvre, cela pourrait ajouter jusqu'à 1,3 point de PIB au deuxième trimestre en 2012, grâce aux réductions d'impôt à l'augmentation des cotisations sur le marché du travail, ainsi que par l'effet négatif exercé par l'assassinissement budgétaire sur le revenu disponible des ménages.

Lassassinissement des conditions financières qui facilite un certain nombre de projets. On sait alors que la construction résidentielle demeure forte en 2012 et 2013, mais à une reprise plus lente que celle attendue à partir du milieu de 2012 en raison de l'augmentation des taux d'intérêt. La croissance dans le secteur de la construction non résidentielle devrait se poursuivre à un rythme modeste jusqu'à la fin de 2013, à la faveur d'un relachement graduel des conditions d'octroi de prêts.

Lassassinat des financiers
publieuses aux Etats-Unis devrait
exercer un effet modérateur important
sur la croissance.

La croissance de l'économie américaine devrait se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012. La croissance du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011.

Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que la crise de la zone euro sera contenue.

2 Dans le passé, les taux de croissance très bas du PIB réel, correspondant à une activité presque au point mort, ont été associés à une probabilité accrue de la récession. Pour une analyse plus complète de cette situation, consulter J. Nalewaik (2011), *Forecasting recessions Using Small Seeds*, coll. « France and Economics Discussion », publication n° 2011-24, Conseil des gouvernements de la Réserve fédérale.

Aux États-Unis, la croissance du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011. La croissance de l'économie américaine devrait se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012. La croissance du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011.

3 Les tensions financières, la réduction du lever d'endettement des banques, les mesures d'austérité budgétaire et la diminution de la confiance engendrées par les fonds propres dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011 (Graphique 13). On previent que la fragilité des bilans bancaires limitera la croissance de la consommation et particulièrement celle des investissements, à cause de la forte dépendance des entreprises à l'égard des marchés pour leur financement. Une réprise modeste devrait s'amorcer au milieu de 2012, lorsque les conditions du crédit commenceront à s'améliorer. La progression du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011.

4 Aux États-Unis, la croissance du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011. La croissance de l'économie américaine devrait se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012. La croissance du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011.

5 La croissance de l'économie américaine devrait se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012. La croissance du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011.

6 Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que la crise de la zone euro sera contenue et qu'il n'y aura pas de récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011. La croissance de l'économie américaine devrait se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012. La croissance du PIB réel devrait démentir la fin de la récession dans la zone euro à l'égale récession tout de même une complète de la fin de 2011.

7 Les deux dernières années ont vu une amélioration importante de la confiance dans la croissance économique et une réduction des risques liés aux échanges internationaux. Ces deux éléments sont favorables à la croissance mondiale. La croissance mondiale devrait être plus forte en 2012 qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010. La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

8 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

9 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

10 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

11 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

12 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

13 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

14 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

15 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

16 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

17 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

18 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

19 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

20 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

21 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

22 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

23 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

24 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

25 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

26 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

27 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

28 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

29 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

30 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

31 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

32 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

33 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

34 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

35 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

36 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

37 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

38 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

39 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

40 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

41 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

42 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

43 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

44 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

45 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

46 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

47 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

48 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

49 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

50 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

51 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

52 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

53 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

54 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

55 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

56 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

57 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

58 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

59 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

60 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

61 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

62 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

63 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

64 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

65 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

66 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

67 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

68 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

69 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

70 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

71 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

72 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

73 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

74 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

75 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

76 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

77 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

78 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

79 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

80 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

81 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

82 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

83 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

84 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

85 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

86 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

87 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

88 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

89 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

90 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

91 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

92 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

93 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

94 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

95 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

96 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

97 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

98 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

99 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

100 La croissance mondiale devrait être plus forte qu'en 2011, mais elle devrait être moins forte qu'en 2010.

Tableau 1 : Projections relatives à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée* (en pourcentage)	2010	2011	2012	2013
États-Unis	30,0 (2,9)	1,7 (2,4)	1,7 (3,2)	3,3 (3,3)	3,1 (4,0)	3,7 (3,9)
Zone euro	15,0 (2,9)	1,7 (2,4)	1,7 (3,2)	3,3 (3,3)	3,1 (4,0)	3,7 (3,9)
Japan	1,7 (1,7)	1,5 (2,0)	0,2 (1,6)	1,5 (1,9)	2,5 (3,0)	2,0 (2,9)
Chine	4,0 (4,0)	-0,6 (-0,6)	0,2 (1,6)	8,2 (8,6)	8,2 (8,1)	8,2 (8,1)
Autres pays	5,7 (5,5)	9,1 (10,3)	4,3 (4,2)	3,3 (3,8)	3,4 (3,6)	3,4 (3,6)
Emetteurs	100					

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2011 du Rapport sur la politique monétaire. Source : Banque du Canada

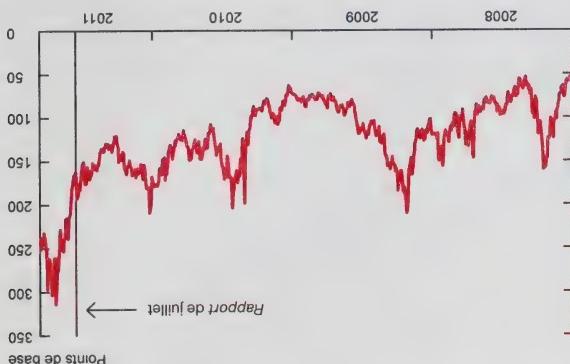
a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB semestriels 2011

* Les chiffres entre parenthèses sont les projections présentées dans la livraison de juillet 2011 du Rapport sur la politique monétaire. Source : Banque du Canada

La croissance de l'économie mondiale devrait ralentir et s'établir légèrement au-dessus de 3 % en 2012, soit bien en deçà du niveau atteint en juillet (Tableau 1). La réduction en cours du levier dendettement des ménages, dans les pays émergents en raison de l'affaiblissement des économies avancées, devrait entraîner un ralentissement restreint de la croissance dans les économies avancées. Un ralentissement de l'expansion est également à déterminer par la baisse de la confiance des banques et des gouvernements, la baisse de la demande dans les pays émergents et les économies avancées. Les effets retardés du rassurement antérieur des politiques extérieures et des effets retardés du rassurement antérieur des politiques dans les pays émergents devraient être limités.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

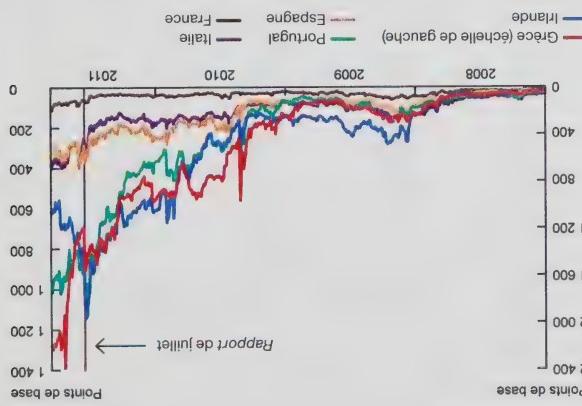
Source : Market. Dernière observation : 21 octobre 2011



Graphique 12 : Le coût de la protection contre le risque de défaillance des banques européennes a fortement augmenté depuis la partition du Rapport de juillet

à court terme, données quotidiennes
Indice européen des swaps sur défaillance (Indice Ttraxx Europe Senior Financials)
à court terme, données quotidiennes

Source : Bloomberg. Dernière observation : 21 octobre 2011



Graphique 11 : Les pays de la zone euro, y compris certains des plus grands économies européennes, sont confrontés à une hausse des coûts de financement

Écart de rendement entre les titres souverains à dix ans et les obligations allemandes, données quotidiennes

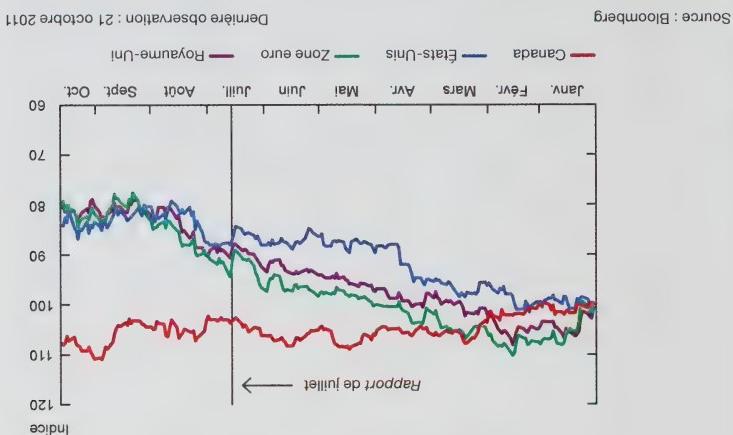
Les conditions sur les marchés du crédit aux entreprises se sont aussi détériorées. Les écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés se sont creusés et les volumes émis sont tombés à une fraction des niveaux observés plus tôt dans l'année. La liquidité sur les marchés secondaires du crédit a été extrêmement limitée et les opérations à court terme ont souvent été dictées par les gros titres concerment la situation en Europe.

Le rapport de juillet a été déposé dans la zone euro. La situation sur les marchés secondaires du crédit a été extrêmement limitée et les opérations à court terme ont souvent été dictées par les gros titres concerment la situation en Europe.

Les conditions sur les marchés du crédit aux entreprises se sont aussi détériorées. Les écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés se sont creusés et les volumes émis sont tombés à une fraction des niveaux observés plus tôt dans l'année. La liquidité sur les marchés secondaires du crédit a été extrêmement limitée et les opérations à court terme ont souvent été dictées par les gros titres concerment la situation en Europe.

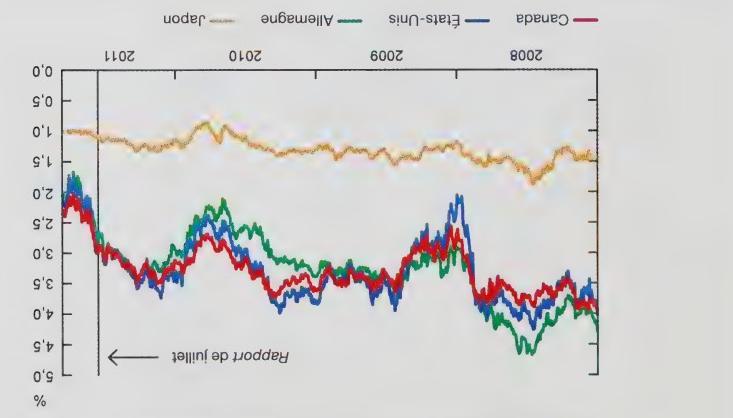
Le rapport de juillet a été déposé dans la zone euro.

Source : Bloomberg



Graphique 10 : A l'étranger, les actions des banques ont affiché des résultats nettement inférieurs à leur marché boursier respectif

Source : Bloomberg



Graphique 9 : Les rendements des obligations d'Etat dans les grandes économies avancées ont considérablement diminué ces dernières mois

Les bandes européennes semblent moins disposes à se consenir des prêts entre elles sur le marché interbancaire, comme au lendemain de la crise de dépôt.

Les prix des actifs plus risqués, par contre, ont diminué de façon notable. Les indices boursiers mondiaux ont fléchi d'environ 5 à 20 % depuis la publication du Rapport de juillet, les sous-indices financiers étant repartis encore plus fortement (Graphique 10). Bon nombre d'Etats souverains de la zone euro sont confrontés à une hausse des coûts de financement (Graphique 11). En outre, les bandes européennes ont éprouvé de graves difficultés de financement, et les coûts qu'elles doivent assumer pour se permettre de risquer autre chose que des titres de l'Etat sont augmentés (Graphique 12). En effet, les bandes européennes ont éprouvé de graves difficultés de financement, et les coûts qu'elles doivent assumer pour se permettre de risquer autre chose que des titres de l'Etat sont augmentés (Graphique 12), en raison des préoccupations au sujet de leur solvabilité.

Par conséquent, les investisseurs se sont tournés vers des actifs plus sûrs comme les titres liquides. Dans certaines économies avancées qui sont sorties de la récession, les rendements des obligations d'Etat ont sensiblement baissé (Graphique 9). Par ailleurs, les monnaies considérées comme les plus liquides, les rendements des obligations d'Etat ont également reculé, les rendements à dix ans se situant à des niveaux historiques ou près de ceux-ci (Graphique 9).

Par conséquent, les investisseurs se sont tournés vers des actifs plus sûrs comme les titres liquides. Dans certaines économies avancées qui sont sorties de la récession, les rendements des obligations d'Etat ont sensiblement baissé (Graphique 9). Par ailleurs, les monnaies considérées comme les plus liquides, les rendements à dix ans se situant à des niveaux historiques ou près de ceux-ci (Graphique 9).

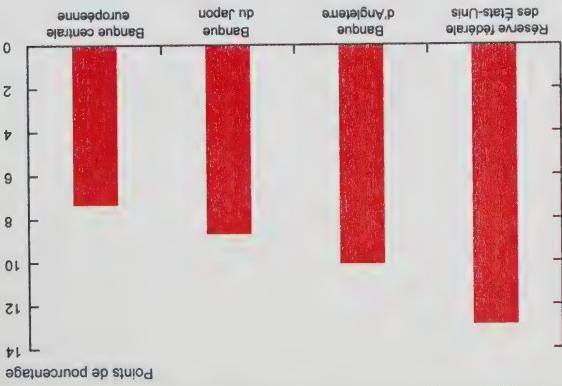
Les bandes européennes ont éprouvé de graves difficultés de financement.

L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont détériorées depuis la publication du Rapport de juillet et l'aversion pour le risque est intensifiée. Les marchés ont connu une période volatile, provoquée par une réévaluation des perspectives de croissance à l'échelle mondiale ainsi que par un surcroît d'inquiétudes entourant la soutenabilité de la dette dans la zone euro. L'inertie quantitative de la politique budgétaire aux États-Unis. Le climat déjà négatif règnant sur les marchés financiers a été exacerbé par les nombreuses réductions des cotations de crédit de pays souverains et d'institutions financières mondiales. Cela a renforcé les craintes liées à la situation budgétaire de bon nombre de grands établissements financiers et a contribué à une baisse des marchés boursiers mondiaux.

La dette dans la zone euro a commencé à augmenter au cours de l'année dernière, alors que les marchés ont continué de faire face à l'intensification de l'insécurité financière. Les marchés ont connu une période volatile, provoquée par une réévaluation des perspectives de croissance à l'échelle mondiale ainsi que par un surcroît d'inquiétudes entourant la soutenabilité de la dette dans la zone euro. L'inertie quantitative de la politique budgétaire aux États-Unis. Le climat déjà négatif règnant sur les marchés financiers a été exacerbé par les nombreuses réductions des cotations de crédit de pays souverains et d'institutions financières mondiales. Cela a renforcé les craintes liées à la situation budgétaire de bon nombre de grands établissements financiers et a contribué à une baisse des marchés boursiers mondiaux.

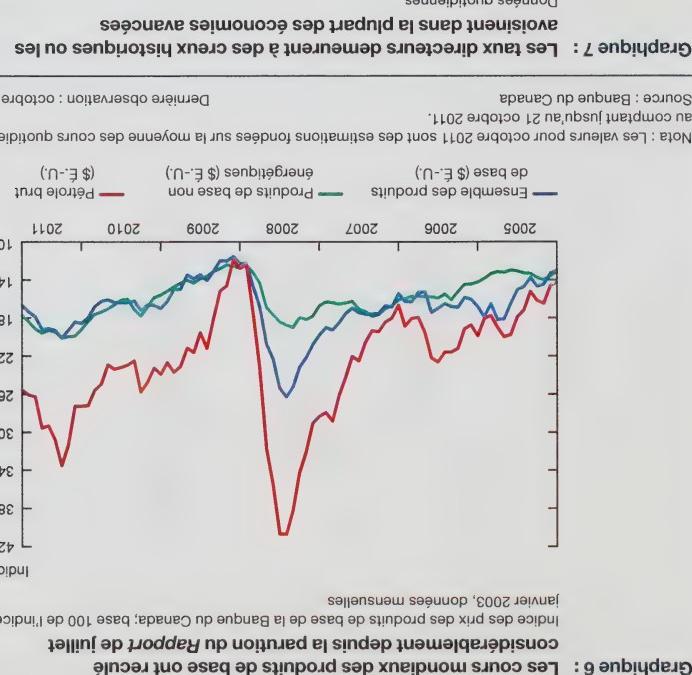
Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont détériorées depuis la publication du Rapport de juillet.



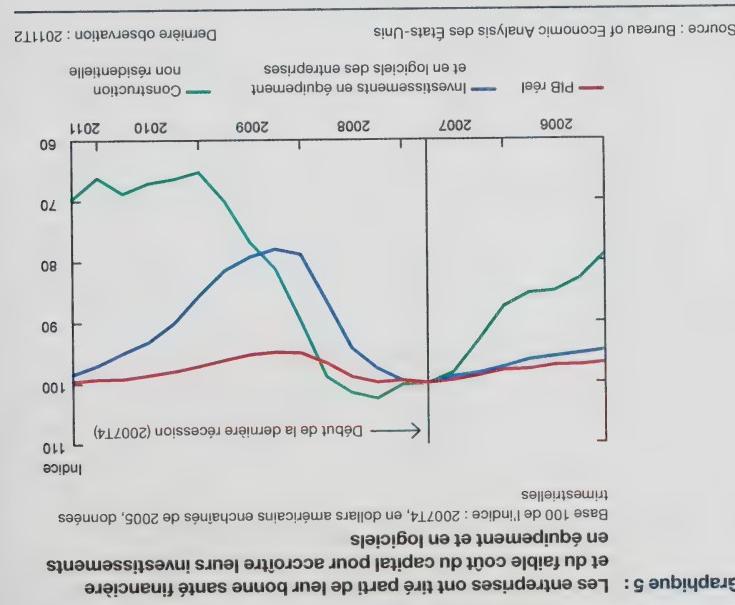
Graphique 8 : Certaines bandes centrales ont augmenté la taille de leur bilan pour assurer un encours davantage les conditions monétaires

Ensemble des actifs détenus par les bandes centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs, augmentation du 2^e trim. de 2011 au 2^e trim. de 2011

Sources : Bureau of Economic Analysis des Etats-Unis, Eurostat, Banque centrale européenne, Bureau du Cabinet (gouvernement du Japon), Banque du Japon, Office for National Statistics (Royaume-Uni) et Banque d'Angleterre. Dernière désorption : 2011-02



Les prix des produits de base ont fortement reculé depuis la partition du Rappart de juillet, en raison de la déterioration des perspectives de crois- sance de l'économie mondiale (Graphique 6), mais les réservent élevées par rapport aux normes historiques. Ce sont les prix de l'énergie qui ont subi la baisse la plus marquée, tandis que celle des cours des produits de base non énergétiques a été plus modeste, du fait du resserrement à court terme de l'offre de produits agricoles.



La progression du PIB réel de la Chine a réduit au troisième trimestre, en grande partie en réaction au ralentissement passé de la politique monétaire.

En Chine, la progression du PIB réel a ralenti pour s'établir à 9,1 % au troisième trimestre, en grande partie en réaction au ralentissement passé de la politique monétaire. Les changements au débit d'audit affin de limiter l'appréciation de la monnaie.

Des exportations, les autorités japonaises sont intervenues sur les marchés des exportations, car la croissance encore davantage la croissance chinoise d'une hausse du yen n'affaiblit pas la croissance mondiale. Face aux craintes d'une hausse du yen n'affaiblit encore davantage la croissance mondiale. Face aux craintes d'une hausse du yen n'affaiblit encore davantage la croissance mondiale.

Sous l'effet de la faiblesse de l'activité obserée actuellement dans les provinces, stimulés par un programme gouvernemental visant la consommation peu, mais les investissements dans l'immobilier sont modérés quels que soient les résultats dans la consommation. Ensuite, la croissance de la consommation passe de la politique monétaire.

Source : Réserve fédérale des États-Unis
Dernière observation : 2011:2

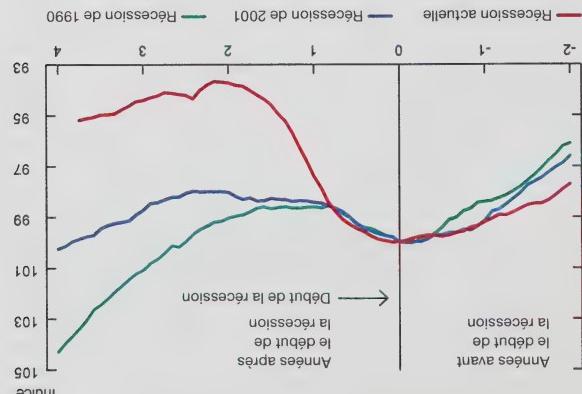
Année	Taux d'investissement (%)
2006	~10.5
2007	~10.5
2008	~7.0
2009	~10.0
2010	~11.0
2011	~11.5

Taux de défaut sur les prêts immobiliers résidentiels, données trimestrielles

États-Unis exercent des tensions sur les institutions financières

Graphique 4 : Les taux élevés de défaut sur les prêts hypothécaires aux États-Unis

Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis
Dernière observation : septembre 2011



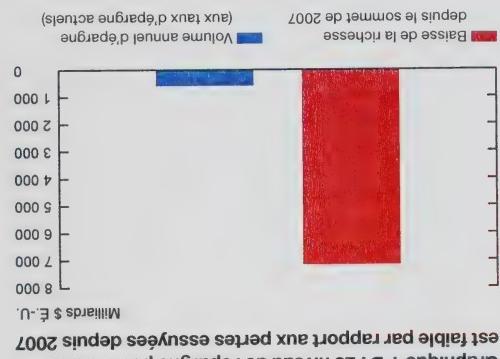
Évolution de l'indice : début de la récession, données mensuelles

base 100 de l'indice : début de la récession, données mensuelles

Graphique 3 : L'emploi aux États-Unis est demeuré stable

Dépression, mais elle n'est pas différente de celles observées dans les autres économies avancées qui ont traversé de graves crises financières. Bien que la demande intérieure aux États-Unis — et, par conséquent, celle de la demande d'exportations canadienne — demeure modeste dans un avenir prévisible à cause du niveau toujours élevé de la dette des ménages, de la morosité des marchés financiers — démontrée par exemple dans un avenir plus proche — et la croissance de la demande dans le secteur bancaire, la croissance de la demande intérieure aux États-Unis — et, par conséquent, celle de la demande d'exportations canadienne — devrait être meilleure que celle de la Banque du Canada.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis. Réserve fédérale américaine et calculs de la Banque du Canada.



Graphique 1-B : Le niveau de l'épargne personnelle est faible par rapport aux périodes essuyées depuis 2007

Note : Le chiffre indiqué pour le troisième trimestre de 2011 est une estimation.

Sources : Réserve fédérale américaine, Bureau of Economic Analysis des États-Unis ; Relevé des ménages par la Banque du Canada. Dernière observation : 2011T3.



Graphique 1-A : L'avoir net des ménages a fortement

chuté aux États-Unis durant la dernière récession

Avoir net des ménages par rapport à leur revenu disponible, données trimestrielles

Plupart des économies connaissent une longue période où les ménages, les entreprises et les administrations publiques semblaient à basseur de manche significa-

tive leurs leviers d'endettement. Au début du processus,

la croissance du PIB relativit généralement de l'économie

prévoit une reprise modeste par rapport à celles enre-

gistrées dans le passé.

Avant la récente crise, les ménages américains avaient

accumulé d'importantes dettes à la faveur du vif essor

du prix des actifs. Depuis, leur avoir net a chuté de

7,2 billions de dollars C.-U., ce qui représente environ

douze fois leur niveau actuel d'épargne par an

(Graphique 1-A). Il sensuit que les taux d'épargne

devront diminuer alors que les ménages prendront longtemps pour

reprendre leur niveau net au niveau de la partie de leurs

revenus qui résultent principalement de leur

emploi dans la production de biens et de services.

Les ménages américains avaient

devront rembourser leurs dettes à la faveur d'un recours

à l'endettement de l'épargne. Les processus de redécou-

page et de vente des biens et services sont bien plus bas

que ceux qui ont été réalisés au cours de la récession

qui a suivi la crise financière.

Les ménages américains avaient

accru leur endettement pour faire face à une forte

croissance dans le secteur bancaire. La

croissance dans le secteur bancaire, la

L'incidence des récents chocs négatifs sur la situation financière des ménages amérindiens et le recul de la confiance des consommateurs ont toutefois modifié les dépenses de consommation aux États-Unis et contribué encore à l'assassinississement des banques. L'essor de l'emploi pilote encore l'avantage lassassinississement aux États-Unis et connaît maintenant modeste l'assassinississement des banques consommation aux États-Unis a été soutenue pendant cette période difficile par la vigueur des investissements des entreprises et des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises ont été stimulés par le rebond court du capital de la construction dans ces démarques. Toutefois, les investissements dans la construction non résidentielle sont restés modestes, en raison de la persistance des capacités d'usine démantelées robuste émanant des pays émergents qui bénéficient d'une demande croissante attribuable au rebondissement des chaînes d'approvisionnement trimestre, atteignant des infrastructures à la suite des défaillances de nouvelles données laissant entrevoir une croissance positive au troisième trimestre.

Le PIB réel au Japon s'est contracté de 2,1 % au deuxième trimestre, mais dépréciation passée du dollar américain.

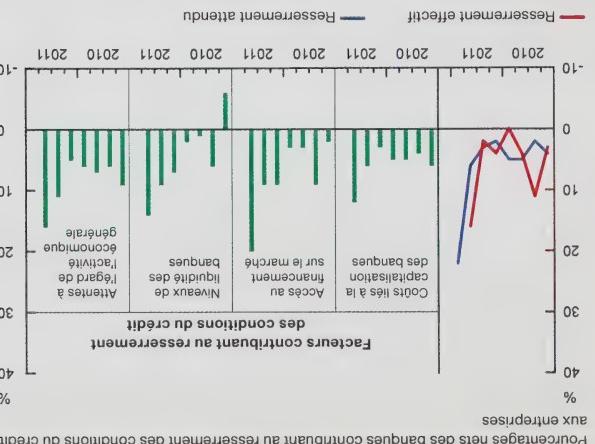
Vite accrue favorisée par une expansion solide de la productivité et par la dépendance des marchés émergents (Graphique 5). Les exportations américaines ont bénéficié d'un accroissement robuste émanant des pays émergents qui bénéficient d'une demande croissante attribuable au rebondissement des chaînes d'approvisionnement trimestre, atteignant des infrastructures à la suite des défaillances de nouvelles données laissant entrevoir une croissance positive au troisième trimestre.

L'activité économique aux États-Unis a été soutenue pendant cette période difficile par la vigueur des investissements des entreprises et des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises ont été stimulés par le rebond court du capital de la construction dans ces démarques. Toutefois, les investissements dans la construction non résidentielle sont restés modestes, en raison de la persistance des capacités d'usine démantelées.

La croissance des investissements en équipement et en logiciels des entreprises a été soutenue pendant cette période difficile par la vigueur des investissements des entreprises et des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises ont été stimulés par le rebond court du capital de la construction dans ces démarques. Toutefois, les investissements dans la construction non résidentielle sont restés modestes, en raison de la persistance des capacités d'usine démantelées.

Le deuxième trimestre a été soutenu par une croissance positive au troisième trimestre.

Source : Banque centrale européenne
Dernière observation : 2011:3
Note : Graphique élaboré à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit ménages auprès des banques européennes.
du secteur bancaire, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques de la zone euro (Bank Lending Survey). On attend par « resserrement effectif », le resserrement des banques de la zone euro (Bank Lending Survey).



Graphique 2 : Les taux de réservation et les taux de crédit aux entreprises dans les banques européennes

Aux États-Unis, l'information diffuse depuis la publication du *Rapport de juillet* donne à penser que le profil de croissance du PIB réel dans ce pays cesse de démontrer une tendance à la hausse et devient plus stable. Les dernières données à ce sujet sont en effet moins optimistes que celles qui étaient évoquées dans le *Rapport de juillet*, et des indicateurs récents laissent entrevoir un rythme de progression encore faible au troisième trimestre. La croissance dans les économies européennes et des pays périphériques. La confiance des consommateurs et des entreprises dans les pays périphériques. Les bandes financières et la zone euro ont également diminué dans les dernières économies européennes, qui était déjà élevée au deuxième trimestre. Les banques, aussi nettement diminuées dans les grandes économies périphériques, ont toutefois été renforcées dans les pays cédement. Si les forces fondamentales qui sous-tendent la croissance mondiale sont intactes, alors que les inquiétudes concernant la viabilité des finances publiques des pays cédent, alors que la recession aux États-Unis a été plus profonde, et la réprise, plus modérée que celle qui a eu lieu dans les autres pays de la zone euro.

Des données révisées montrent que la récession aux États-Unis a été plus profonde, et la réprise, plus modérée que celle qui a eu lieu dans les autres pays de la zone euro.

Le relèvement de l'inflation et l'intensification de la concurrence dans les marchés de l'activité économique, la baisse de la confiance et l'insécurité dans les secteurs manufacturier et de distribution, et l'augmentation importante des prix de l'énergie ont contribué à une récession dans les économies périphériques. Les banques, aussi nettement diminuées dans les grandes économies périphériques, ont toutefois été renforcées dans les pays cédent, alors que la recession aux États-Unis a été plus profonde, et la réprise, plus modérée que celle qui a eu lieu dans les autres pays de la zone euro.

La croissance mondiale a beaucoup ralenti ces derniers mois, mais elle reste forte dans les économies avancées. Les dernières données montrent que la croissance mondiale a beaucoup ralenti ces derniers mois, mais elle reste forte dans les économies avancées.

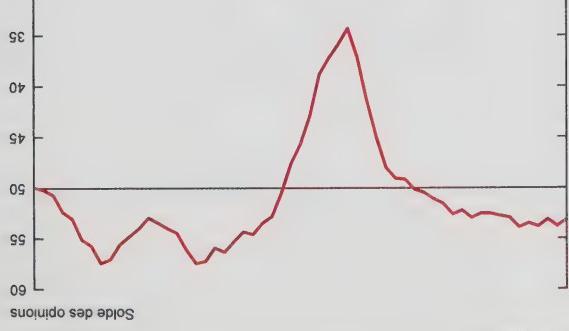
Dans la zone euro, la croissance du PIB réel a glissé à 0,6 % au second trimestre, soit bien en deçà du niveau atteint au moment de la publication du *Rapport de juillet*, et des indicateurs récents laissent entrevoir un rythme de progression encore faible au troisième trimestre. La croissance dans les économies périphériques. La confiance des consommateurs et des entreprises dans les pays périphériques. Les bandes financières et la zone euro ont également diminué dans les dernières économies européennes, qui était déjà élevée au deuxième trimestre. Les banques, aussi nettement diminuées dans les grandes économies périphériques, ont toutefois été renforcées dans les pays cédent, alors que la recession aux États-Unis a été plus profonde, et la réprise, plus modérée que celle qui a eu lieu dans les autres pays de la zone euro.

Sources : JPMorgan et MarketWatch. Dernière observation : septembre 2011. Un indice de 50 signifie que la production d'immobilier de leur production par rapport au mois précédent.

Note : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite qui montre les conditions

mensuelles d'activité dans les secteurs manufacturier (industriel) et non manufacturier (commerciaux et services). Un indice de 50 signifie que la production d'immobilier de leur production par rapport au mois précédent.

Graphique 1 : La croissance de l'économie mondiale a beaucoup ralenti ces derniers mois



Graphique 1 : La croissance de l'économie mondiale a beaucoup ralenti ces derniers mois

Indice des directeurs d'achat (tendances du secteur manufacturier mondial), données mensuelles

Solde des opérations

que la croissance mondiale a beaucoup ralenti ces derniers mois, mais elle reste forte dans les économies avancées.

Les efforts d'assainissement des bilans des banques aux États-Unis ont un effet restreint sur la demande intérieure.

Les mesures aux États-Unis ont un effet restreint sur la demande intérieure.

Les efforts d'assainissement des bilans des banques aux États-Unis ont un effet restreint sur la demande intérieure.

Des données révisées montrent que la récession aux États-Unis a été plus profonde, et la réprise, plus modérée que celle qui a eu lieu dans les autres pays de la zone euro.

L'Économie mondiale

L'économie mondiale a connu une baisse de régime prononcée.

Économie mondiale à court terme dans la livraison de résidus à régime prioritaire, puisqu'il utilise du Rappor sur la politique monétaire Séant matériales. Les difficultés budgétaires et financières érigées en Europe sont les inquiétudes concernant la dynamique économique mondiale ont entraîné une volatilité accrue sur les marchés financiers, une diminution de la confiance des entreprises et des consommateurs ainsi qu'une baisse générale de l'apport pour le risque. Dans ce contexte, les pressions subies par le secteur bancaire européen se sont intensifiées et ont contribué au déclinissement mondial de la croissance économique dans la zone euro. Aux États-Unis, les révoltes apparaissent aux dommages des compétences natio- naux ont révélé que la récente récession a été plus profonde, et la récession plus modeste que du fait inclut le précédent. La croissance dans bon nombre d'économies robustes. Les cours des produits de base ont considé- démeneure relativement robuste. Les cours des produits de base ont considé- rablement reculé, en raison de l'assombrissement des perspectives de croissance mondiale.

Dans la zone euro, la croissance économi-
que devrait rester autour d'un cours de
la période de projection.

Conformément à l'évolution observée par le passé à la suite de graves crises financières, la réprise dans les économies avancées devrait se pour-
suivre à un rythme beaucoup plus lent que ce que l'on constate générale-

Conformément à l'évolution observée par le passé à la suite de graves crises financières, la réprise dans les économies avancées devrait se pour-
suivre à un rythme beaucoup plus lent que l'on constate généralement durant des périodes d'après-récession. Dans la zone euro, la croissance économique devrait rester autour au cours de la période de projection. Même si, dans sa révision, la Banque centrale européenne au cours de la récession pourra être moins forte que celle des dernières et des mesures sont prises pour contenir la crise, la croissance devrait être bri-
ve et modérée dans les pays qui ont été les plus touchés par la récession. Aux États-Unis, on s'attend à ce que la croissance du PIB réel se ralentisse quelque peu au cours de l'année prochaine mais devrait rester positive dans les autres pays. La croissance devrait être plus forte dans les pays qui ont été les moins touchés par la récession. Les deux types de pays sont également susceptibles de faire une croissance plus forte que celle des autres pays dans les deux prochaines années.

La croissance économique mondiale a techniquement ces derniers mois, sous l'effet du relentissement prononcé de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro (**Grafphique 1**). Le rythme d'expansion a aussi décléré dans les économies émergentes, qu'elles soient à des niveaux très différents (Graphique 2).

Lévolution récente

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que la croissance sera lente au Canada jusqu'au milieu de 2012, avant de se raffermir alors que la conjoncture économique mondiale s'améliore, due à l'incertitude se dissipant et que la confiance remonte. La Banque s'attend à ce que l'économie progresse de 2,1 % en 2011, de 1,9 % en 2012 et de 2,9 % en 2013.

Les perspectives économiques plus faibles traduisent par des capacités de production excédentaires plus importantes et des persistance d'un niveau toutefois antérieurement, et au anticipé maintenant que l'économie canadienne tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'IPC devrait être légèrement plus basse que prévu auparavant et reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC globale a aussi été révisée à la baisse, à la lumière du retour imminent des fortes hausses des prix mondiaux de l'énergie survenues depuis un peu bas de l'hiver précédent.

L'inflation mesurée par l'IPC globale devrait toucher un creux d'environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter à la croissance mondiale de référence, à la croissance de 2 % à la fin de 2013. L'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbeant lentement.

Plusieurs risques importants, à la hausse en matière d'inflation au Canada, sont traités principalement à la baisse touchant l'inflation au Canada soit dans l'ensemble, la Banque estime que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 25 octobre, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de deux tiers historiques où le système financier fonctionne bien, la dette publique canadienne est considérable. La Banque continue à suivre de près la situation économique et financière au pays et à surveiller de près la croissance mondiale en place au Canada.

Le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de deux tiers historiques où le système financier fonctionne bien, la dette publique canadienne est considérable. La Banque continue à suivre de près la croissance mondiale en place au Canada.

Europe, à la probabilité accrue d'une récession économique aux États-Unis liées aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Grèce. Dans l'ensemble, la Banque estime que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus forte que prévu.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont économies avancées. grâce à la prise de mesures de politique plus résolues dans les grandes entreprises et des consommateurs reviennent rapidement qu'escampe, nomie mondiale soitent fortes que prévu, à un dynamisme accru des dépenses des ménages considérables et à la possibilité que la confiance des ont trait à la possibilité que les professionnels d'inflationistes au sein de l'éco-

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada sont inflation relative à l'inflation au Canada.

Plusieurs risques importants, à la hausse en matière d'inflation au Canada,

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 21 octobre 2011.

Vue détaillée

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
Levolution récente	3
Levolution des marchés financiers mondiaux	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	12
L'économie canadienne	17
Levolution récente	17
La croissance de la production potentielle	19
Les estimations des pressions sur la capacité de l'économie	20
L'inflation et la cible de 2 %	21
Les conditions financières au Canada	25
Le taux de change	27
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	27
L'offre et la demande globales	27
La projection en matière d'inflation	32
Les risques entourant les perspectives	35
Notes techniques	
La réduction des leviers dendettement aux Etats-Unis continuera de brider la croissance	6
Revisions touchant la croissance	19
de la production potentielle	23
La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence	23

Saint John (Nouveau-Brunswick)
20 septembre 2011
Gouverneur, Banque du Canada

— Mark Carney

Les défis qu'il se présentent dans le contexte économique mondial actuel sont importants, mais les occasions qu'il offre sont tout autant. [...] Pour sa part, la Banque du Canada dispose d'une vaste gamme d'outils et de moyens d'action qu'elle continuera à utiliser au besoin pour que les Canadiens puissent saisir ces occasions dans un cadre de stabilité macroéconomique et financière nationale.

Octobre 2011

Rapport sur la politique monétaire

LA STRATÉGIE DE MATRICE DE LINFLATION AU CANADA*

- La matrice de l'inflation et l'économie contribue au dynamisme de l'économie.
- La matrice de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire soutient les objectifs de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie.
- Des annuances portant sur l'outil de politique monétaire de la Banque, à savour le taux cible du secteur pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion comparable avec la cible de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comprend des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; il incide donc sur une matrice de l'inflation des taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme de croissance stable avec la cible de l'inflation. Le mécanisme de transmission est semé d'une série de obstacles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de 1 à 3 %. Les cibles

L'outil de la politique monétaire

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de 1 à 3 %. Les cibles

Le suivi de l'inflation

- Une bonne partie des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de compositions volatiles, comme les fruits et légumes, et aux modifications fondamentales des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance à la fin de l'IPC, ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes, les deux facteurs de l'inflation. Un indice de référence qui exclut huit des compositions les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
- Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la conduction de la politique de matrice de l'inflation » ainsi qu'à la note d'information publie à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la Revue de la Banque du Canada.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la conduction de la politique de matrice de l'inflation » ainsi qu'à la note d'information publie à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la Revue de la Banque du Canada.

Rapport sur la
politique monétaire
Octobre 2011





Monetary Policy Report Summary

October 2011

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 21 October 2011.

The global economy has slowed markedly as several downside risks to the projection outlined in July have been realized. Financial market volatility has increased and there has been a generalized retrenchment from risk-taking across global markets. The combination of ongoing deleveraging by banks and households, increased fiscal austerity, and declining business and consumer confidence is expected to restrain growth across the advanced economies. The Bank now expects that the euro area—where these dynamics are most acute—will experience a brief recession. The Bank's base-case scenario assumes that the euro-area crisis will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, diminished household confidence, tighter financial conditions and increased fiscal drag are expected to result in weak real GDP growth through the first half of 2012, before growth strengthens gradually thereafter. In Japan, reconstruction activity is projected to boost growth over 2012–13, although Japan's economy will be constrained by reduced global activity and the sharp appreciation of the yen. Growth in China and other emerging-market economies is projected to moderate to a more sustainable pace in response to weaker external demand and the lagged effects of past policy tightening. These developments, combined with recent declines in commodity prices, are expected to dampen global inflationary pressures.

The outlook for the Canadian economy has weakened since July, with the significantly less favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Although

Highlights

- The global economy has slowed markedly since July.
- The outlook for the Canadian economy has weakened since July, with the significantly less favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels.
- The Canadian economy is projected to expand by 2.1 per cent in 2011, 1.9 per cent in 2012 and 2.9 per cent in 2013.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity by the end of 2013. Total CPI inflation is expected to trough around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013.
- On 7 September and 25 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

Canadian growth rebounded in the third quarter with the unwinding of temporary factors, underlying economic momentum has slowed and is expected to remain modest through the middle of next year. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection

horizon, though at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households. Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be dampened by the weaker and more uncertain global economic environment. Net exports are

expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank expects that growth in Canada will be slow through mid-2012 before picking up as the global economic environment improves, uncertainty dissipates and confidence increases. The Bank projects that the economy will expand by 2.1 per cent in 2011, 1.9 per cent in 2012 and 2.9 per cent in 2013.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	3.0 (2.9)	1.7 (2.4)	1.7 (3.2)	3.3 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (2.0)	0.2 (1.6)	1.5 (1.9)
Japan	6	4.0 (4.0)	-0.6 (-0.6)	2.0 (2.9)	2.5 (3.0)
China	13	10.4 (10.3)	9.1 (9.3)	8.2 (8.6)	8.2 (8.1)
Rest of the world	46	5.7 (5.5)	4.3 (4.2)	3.3 (3.8)	3.4 (3.6)
World	100	5.1 (5.0)	3.8 (3.9)	3.1 (4.0)	3.7 (3.9)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2011 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2010	2011				2012				2013			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.6 (3.9)	-0.4 (1.5)	2.0 (2.8)	0.8 (2.9)	1.9 (2.9)	2.5 (2.6)	3.0 (2.5)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.9 (2.9)	2.2 (2.7)	2.1 (2.8)	1.5 (2.8)	1.1 (2.5)	1.8 (2.8)	2.1 (2.7)	2.6 (2.5)	2.9 (2.3)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	2.9 (2.1)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.7)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	1.8 (2.1)	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)	1.6 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (2.8)	2.7 (2.6)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (2.8)	2.6 (2.5)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (97)	85 (98)	87 (100)	87 (101)	87 (102)	88 (102)	88 (103)	88 (103)	88 (103)	88 (103)

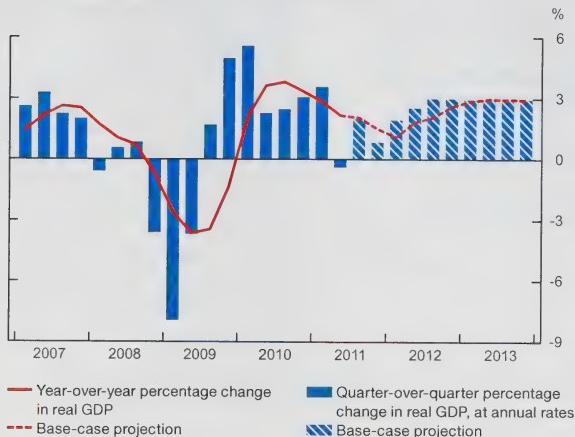
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than previously anticipated, with the Canadian economy now expected to return to full capacity by the end of 2013. As a result, core inflation is expected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation

has also been revised down, reflecting the recent reversal of earlier sharp increases in world energy prices as well as modestly weaker core inflation. Total CPI inflation is expected to trough around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013, as excess supply in the economy is slowly absorbed.

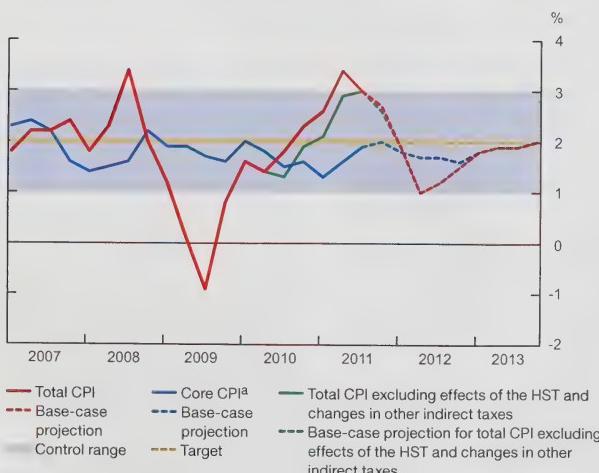
Real GDP growth is expected to pick up through 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total CPI inflation in Canada is projected to fall temporarily near 1 per cent in mid-2012, reflecting the recent decline in world oil prices

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence, due to more decisive policy action in the major advanced economies.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 25 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: www.bankofcanada.ca

Monetary Policy Report (January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information

Annual Report

A History of the Canadian Dollar

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers*

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

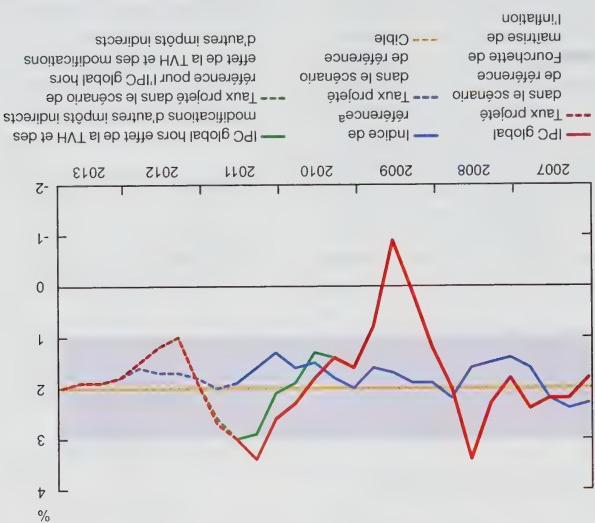
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 1 800 303-1282; email: publications@bankofcanada.ca; website: www.bankofcanada.ca

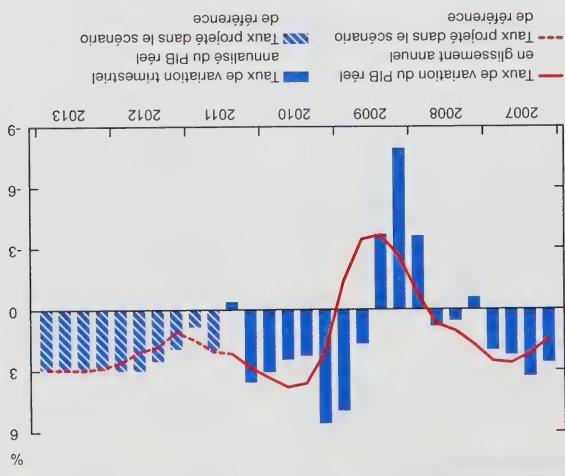
ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada
modifications des importations sur les autres composantes
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IIPC ainsi que l'effet des



L'inflation mesurée par l'IIPC global au Canada dévrait diminuer temporairement pour s'établir à près de 1 % au milieu de 2012 en raison de la baisse récente des cours mondiaux du pétrole

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada



Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter en 2012, ce qui devrait se traduire par une resorption graduelle de l'offre

Les perspectives économiques plus fiables se tra-
duisent par des capacités de production excéden-
taires plus importantes et plus persistantes qu'en-
ne lescampagnes antérieures, et on anticipé maîtr-
nait que l'économie canadienne tournera de nouvea-
u à plein régime à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par
2013. La projection relative à l'inflation mesurée par
être légèrement plus basse que prévue auparavant et
reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de
étre l'un des indices de référence de dévalua-
tion plus importants et plus persistants qu'en-
ne lescampagnes antérieures, et on anticipé maîtr-
nait que l'économie canadienne tournera de nouvea-
u à plein régime à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que la croissance sera lente au Canada jusqu'à mi-2012, avant de se raffermir alors que la conjoncture économique mondiale s'améliore, que l'inertie des dissipations de la confiance régresse de 2,1 % en 2011, de 1,9 % en 2012 et de 2,9 % en 2013.

Le plan de la compétitivité, y compris la vigueur du dollar canadien, est dans l'ensemble, favorable, grâce à des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la concurrence internationale. Les exportations nettes devraient demeurer une source de richesse, grâce à la demande étrangère pour les marchés mondiaux plus nombreux et plus incertains.

Malgré tout, les pressions inflationnistes accrues, favorables et des pressions concurrentielles, mais aussi tempérées par les perspectives économiques, mènent à des taux d'intérêt plus élevés et plus incertains.

Projektion relative à la croissance de l'économie mondiale

Etats-Unis	Zone euro	Chaplon	Chine	Autres Pays	Ensemble du monde
20	3,0 (2,9)	1,7 (2,4)	1,7 (3,2)	3,3 (3,3)	2013
2010	2011	2012	2013	2013	(en Pourcentage)
Part du PIB mondial (en Pourcentage)	Grossesse Projeteé (en Pourcentage)	Grossesse Réal.	(en Pourcentage)	Part du PIB mondial (en Pourcentage)	
100	5,1 (5,0)	3,8 (3,9)	3,1 (4,0)	3,7 (3,9)	

Même si la croissance a rebondi au pays au troisième trimestre, à la faveur de la dispersion des facteurs temporels, la vigueur sous-jacente de l'économie diminue et la croissance devrait rester modérée jusqu'au milieu de 2012. La demande intérieure devrait décliner de 0,5% au cours de l'année prochaine. Au-delà de la croissance principale moteur de la croissance durable la croissance relativelement modeste des dépenses des ménages, à cause de l'effet négatif qu'out la baisse des prix des produits de base la volatilité accrue des marchés financiers sur les revenus, la richesse et la confiance des ménages canadiens. On s'attend toujours à ce que le rythme de progressions des investissements fixes des entreprises soit solide, compte tenu des conditions financières soit

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne se sont assombrées depuis juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable qu'à l'automne dernier. Les dernières élections ont eu peu d'effet sur le marché des denrées financières, mais elles ont eu un impact important sur les marchés de la dette et des actions. La confiance dans les marchés financiers a été quelque peu réduite par la voie des lens financiers, mais pas dans une mesure aussi importante que dans les deux dernières années.

Les perspectives d'évolution de l'écologie marine caraïbe

- Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne se sont assombrées depuis juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable. La Banque s'attend à une croissance de 2,9 % en 2013, démeure progresse de 2,1 % en 2011, de 1,9 % en 2012 et de 2,9 % en 2013.
 - On attend que l'économie canadienne tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait toucher un creux d'environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la fin de 2013.
 - Le 7 septembre et le 25 octobre, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un niveau de 1 %. La baisse de 25 points de base n'a pas eu d'effet immédiat sur les taux d'intérêt, mais elle a contribué à faire reculer les taux d'emprunt à long terme.

Faits saillants

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données relatives au

October 2011

Rapport sur la politique monétaire

BANQUE DU CANADA



